全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ETF惊人的表现，
掀起了投资行业一次新的革命！

2009年，被称为“中国的基金指数年”
ETF在中国的发展前景不可限量

# 玩转ETF基金

THE ETF BOOK
All You Need to Know About Exchange-Traded Funds

[最新版]

理查德·A·费里 ◎著
熊鹏 曹建海 等 ◎译

| 星晨集团董事总经理 **唐·菲利普斯** | 倾情作序

**ETF**市场以**火箭**的速度发展着，它的发行数量**爆炸式**增长
作为一种**新兴**的投资工具，ETF被投资市场冠以**超炫**的名称



中信出版社·CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# THE ETF BOOK

All You Need to Know
About Exchange-Traded Funds

每周都有新的交易指数在华尔街发行，美国交易所指数基金正冲天而飞，在2020年之前，它将成为共同基金市场最大的成员。它的名字叫ETF！

作为投资者，若不熟知ETF如何运作，将无法把握投资先机，获得投资成功。无论你是初涉者，还是老江湖，本书都将帮你快速成长为一匹投资黑马，轻松驰骋于ETF市场！

2010年中国基金业创新迭出，这是一个不同凡响的创新元年。其中ETF及其联接基金最富创新性并迅速发展，成为耀眼的主流投资新星。鹏华基金首家获得上证民企50指数ETF的开发授权，将为投资者提供相应的投资新品。本书是全球ETF投资领域的圣经级著作，其权威性、全面性、通俗性毋庸置疑，是个人和专业投资者开启投资智慧，赢取财富人生的必读经典。

——方南　鹏华基金管理有限公司鹏华中证500基金经理









Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal

www.wiley.com




ISBN 978-7-5086-2033-6
9 787508 620336 >

www.publish.citic.com

定价：48.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE ETF BOOK

All You Need to Know About Exchange-Traded Funds

# 玩转ETF基金

[最新版]

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

**图书在版编目（CIP）数据**

玩转 ETF 基金/［美］费里著；熊鹏等译．—北京：中信出版社，2010.5

书名原文：The ETF Book：All You Need to Know About Exchange-Traded Funds

ISBN 978-7-5086-2033-6

Ⅰ．玩… Ⅱ．①费…②熊… Ⅲ．证券投资—基金—研究 Ⅳ．F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 064334 号

The ETF Book All You Need to Know About Exchange-Traded Funds by Richard A. Ferri

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Simplified Chinese translation copyright @ 2010 by China CITIC Press.

All rights reserved. The tranlation published under license.

**玩转 ETF 基金**

WANZHUAN ETF JIJIN

著　　者：［美］理查德·A·费里

译　　者：熊　鹏　曹建海 等

策划推广：中信出版社（China CITIC Press）

出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦　邮编　100013）

（CITIC Publishing Group）

承 印 者：北京通州皇家印刷厂

开　　本：787mm×1092mm　1/16　　印　　张：22.25　　字　　数：330 千字

版　　次：2010 年 5 月第 1 版　　印　　次：2010 年 5 月第 1 次印刷

京权图字：01-2010-1737

书　　号：ISBN 978-7-5086-2033-6/F·1962

定　　价：48.00 元

**版权所有·侵权必究**

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

http://www.publish.citic.com

E-mail：sales@citicpub.com

author@citicpub.com

服务热线：010-84264000

服务传真：010-84264033

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




All You Need to Know About Exchange-Traded Funds

# 序

当今最热门的个人理财投资话题，莫过于交易所交易指数基金（Exchange-Traded Fund，ETF）。坚定不移地走被动投资路线的人们，酷爱通过ETF投资可以享受到的低成本和多样化；交易员和执著于市场时机的人们，热衷的是交易日当天进行频繁买卖交易的能力，他们希望有越来越多的高度专业化产品的推出，并以此来执行比以往任何时候都要高深得多的投资策略；就连采用主动投资策略的管理者也不甘寂寞，用ETF来实现现金仓位的“证券化”，同时憧憬着运用主动管理策略的ETF遍地开花的未来。ETF基金享受着史无前例的礼遇：从来没有过那么多的投资人，以那么快的速度、有那么多的理由，欣然接受一种新的金融概念。

从个人投资者的角度说，ETF现象恐怕算是一场最深刻的巨变。多年来，机构投资者与小小股民在投资选择方面有着巨大差距。跟许多小型投资者一样，我记得自己狂读过许多传奇投资人周游世界的故事。吉姆·罗杰斯（Jim Rogers）密切关注全球性事件，然后将这些事件演变成投资思路，常常是做空某些货币、做多各种商品，并把赌注押在某个市场的具体分支，比如日本小企业。我对他的见识惊愕不已，但是我更懊恨的是，即便我能像罗杰斯那样聪颖过人，能够慧眼察觉这种事件，却还是没有能力依此采取行动。当然，我可以买入某只国际证券基金或某只贵金属基金，但我无法确定基金经理是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



否会按我的意愿来下注。而即便我幸运地找到了一位基金经理，其投资组合的设置方式似乎与我的设想吻合，可是这种仓位设置能否坚持下去，却是无法保证的。说到底，即使我有了正确的思路，我也没有办法像罗杰斯那样去操作。

ETF 基金改变了这一切。如今，个人投资者可用的工具与从前相比，变得又多又完善。高度专业化的精确投资工具，现在已经进了小型投资者的工具箱。假如你想把宝押在医药股票或区域性银行的运势上，你就能找到某只 ETF；假如你想在房地产市场上玩一把，有很多种 ETF 可供你选择，有的可投资于国内房地产，有的可投资于国际房地产；如果你想在有可能发现治癌良药的公司上押注，或者打算只投资于不在索马里做买卖的公司，一定会有一只 ETF 等着你；如果你想投资于以发明创新闻名的公司，或者是所在行业的领军公司，或者是仅仅为很少一部分分析师密切跟踪的公司，都会有一只 ETF 等着你。而所有这些赌注，都可以是任何一个投资方向，因为 ETF 可以买多，也可以卖空。如今的投资人想做什么，几乎或者完全没有限制，几乎任何选择都是可能实现的。

当然，选择余地的增多并不是投资效益提高的保障。有些备受敬仰的投资评论员，包括最引人注目的先锋（Vanguard）创始人杰克·博格尔（Jack Bogle），也纷纷抨击许多 ETF 狭小的重点范围，以及有些投资者在获得更好机会调整投资组合的时候，所采取的总体推动更频繁交易的举措。事实上，指数化的基本概念是要买入、持有整体市场，而似乎有悖于这一概念的是 ETF 的产品增值和日间交易。因此，虽然 ETF 得益于指数化运动的良好意愿，但它显然可以被用于与指数化背后基本理念背道而驰的目的。博格尔形象地道出了 ETF 的双重可能：他把它比喻成一把经精密校正的枪，可以用于生存，也可以用于谋杀。

ETF 之所以已经如此迅速地达到了如此高的专业化程度，其原因是很容易理解的。在主动管理型基金领域，每个营业点都有自己的高度多样化的大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



盘股票基金，因为它实现突出表现的可能性，使之成为经济上可行的产品。在被动策略占主导地位的 ETF 领域，每个营业点拥有大盘证券指数基金的理由则站不住脚了。只要出现了少量的此类基金，就没有多少理由额外创建同类基金了。因此，较晚入市的玩家会迅速进入更加专业的领域，以便成为市场某个新领域的第一个玩家。其结果就是，一窝蜂地创建界定范围更加狭窄的基金，其波动性往往高于高度多样化的基金。事实上，ETF 市场的波动性在过去的 10 年里已经出现了整体性上升，其中波动性最大的是过去 12 个月上市的杠杆型、做空市场的品种。

我们可以视之为选择余地的阴暗面。分类越细，波动性就越大。请你们去看一看许多个人理财刊物中罗列的季度领先品种和落后品种，你就会发现，在这两个把 ETF 与开放式基金综合在一起的名单中，ETF 占了不成比例的数量。不幸的是，一冲上天然后一坠落地的基金正是投资者最不可能成功驾驭的基金。我们最近在晨星集团做了大量有关投资者回报方面的研究工作。简而言之，投资者回报就是将投资者的买入和卖出都考虑在内，以确定综合基金实际上为股东们赚了多少钱。我们的研究发现，高度专业性的基金诱惑投资者高买低卖，产生了不良表现。让投资者的日子好过得多的是更为广泛多样化的品种，比如传统平衡型共同基金或整体股票市场指数基金。博格尔有关 ETF 可能被滥用的警告不容忽视，电动工具可以帮助技术娴熟的木匠制造出漂亮的家具，但也可能会让业余水平的木工损失一根手指。

那么，个人投资者该怎么办呢？一方面，我们有理由欢欣鼓舞地看到华尔街许多无形的壁垒被消除了；另一方面，许多此类壁垒提供了有可能令人怀念的宝贵的保护机制。我认为唯一的解决办法是要认识到，ETF 已是既成事实，展现在我们面前的是一条审慎的道路。而在涉足新领域的时候，有个可靠的向导总是一件好事儿。在这些向导中，比理查德·费里（Richard Ferri）还要能干的寥寥无几。理查德是个管理费型顾问，对资产配置、财富保护和指数基金了如指掌。要想找个专家帮助你评估日益增多的 ETF 选择，他就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是一个优秀人选。在本书中，理查德阐述了 ETF 的方方面面、指数创建的微妙细节，甚至是根据 ETF 制定财务方案的各种策略。他甚至更进一步，针对这些新的载体建议了一种创新型分类和思维方式。总而言之，他为大家完成了所有难活、苦活和背景调查工作，以便投资者带着一肚子知识踏入这一激动人心的新天地。

投资者一定会从这本书中获益。在常常令投资者迷失方向的快速致富的喧嚣声中，本书的投资组合重点令人耳目一新。理查德是个稳重而考虑周全的投资者，显然把读者的最大利益放在首位。无论你是刚刚踏上 ETF 征途的新手，还是久经沙场的老手，理查德正是希望陪伴在投资者左右的那种知识渊博的好向导。

一路平安！

晨星集团董事总经理

唐·菲利普斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




All You Need to Know
About
Exchange-Traded Funds

# 前 言

快看天上！……是只鸟！……是飞机！……不，是交易所交易指数基金！

交易所交易指数基金正在展翅高飞，人们更熟悉的是它的缩写 ETF，每个星期都会有这种新基金在华尔街的交易所发行，并进入各个投资者的投资组合中。虽然 ETF 发行的宣传鼓噪不像《超人》这种动作片是那样华丽辉煌，但这些投资工具的有些发起人所营造的态势，仿佛他们的产品可以能让你一夜登上财富榜。有几个 ETF 公司甚至给其基金起了一些超人般的名字，比如 PowerShares、WisdomTree、ProFund 和 XShares 等。

PowerShares（中文直译为“劲能股份”）当真十分强大吗？WisdomTree（中文直译为“智慧树”）当真是一种明智的投资选择吗？ProFunds（中文直译为“专业基金”）当真表现得很专业吗？那就得走着瞧了。我们只知道，ETF 是投资界的一次重大革命，有可能能帮助你取得金融成功，而正因为如此，精明的投资者都在努力了解它的一切。《玩转 ETF 基金》能让你广泛、深入地理解这一革命性的投资结构，并为你提供取得更大投资成功所必需的各种工具。

相对于传统型开放式共同基金而言，ETF 有很多优点，也有一些缺点。优点包括投资成本较低、交易灵活性较大，缺点包括每笔 ETF 交易的佣金成本和捣鼓所有行业数据和专业术语等繁重的工作。而本书将为你减轻这一负担。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



ETF 是始于 1924 年第一个开放式共同基金产品问世的投资革命中的一个重要步骤。从那以后，共同基金领域在日益兴旺的监管环境的密切注视中已经发生了许多变化。

从本质上说，ETF 是个非常简单的理念，它所代表的是投资者可以在股票交易所进行买卖的一篮子证券。然而，透过表面看，ETF 拥有一个更加复杂的运作结构，需要更加深入地研究才能理解，而这一点意味着 ETF 的投资分析和选择要比开放式共同基金的传统做法更加困难。ETF 能否为你的投资组合作出贡献，取决于你有多大的决心来理解这一产品，并公证客观地评估它的利弊。

我对 ETF 领域持有的一个批评意见是，一小部分 ETF 公司所声称的毫无基础的 ETF 优越性。我在此不打算指名道姓，但是有些公司正在试图向投资者传达这么一个信息，即它们的基于复杂投资策略的 ETF，将能产生远远超过那些跟踪老牌基准指数的传统指数基金的收益。另外，有些传单在敦促读者们卖掉所有的开放式共同基金而只买入 ETF，因为 ETF 能够提供高得多的收益。这两项宣称都是毫无依据的。

所谓 ETF 收益高于传统型开放式共同基金的说法，是严重的言过其实。开放式基金所发生的成本，的确可以节省一些，但节省下来的成本并不足以产生重大的收益差别。除了成本方面的任何差别之外，没有任何理由期望 ETF 结构下的一揽子股票能够实现高于传统型开放式共同基金结构下的股票的收益。

有些 ETF 公司宣称，它们采用的是超级指数化的技术，这个问题有很大的争议。设计 ETF 跟踪指数的方法有很多，但是没有哪个显著超级策略能够保证持续较高的收益。简单地说，沃伯根湖（Lake Wobegon）（作者在此借用著名作家加里森·凯勒（Garrison Keillor）的小说《沃伯根湖》（Lake Wobegon）的故事：那里的父母都天真地以为自己的孩子资质超出一般人，但事后却发现沃伯根湖高中的高才生不仅非常一般，而且甚至可能连一般水平也达不到。译者注）式的 ETF 公司是不存在的："那里的女人都很强壮，男人都很英俊，所有的 ETF 孩子都能产生非同一般的收益。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



ETF 本身并不是事实上的投资品种，它是一种账户结构，关键在于放进这个结构里的是什么。很多 ETF 结构都获得了美国证券交易委员会的批准，这些结构是一种运作引擎，被投资公司用来创建、管理许多不同类型的基金。产生收益的不是 ETF 结构，而是 ETF 结构中的投资策略。

ETF 结构背后的要点是其独特的运作模式，以及这种运作过程是如何导致较低总体投资成本的，包括较低的税负和较高的交易效率。这些因素可以导致收益的增长，但这种增长不应过度渲染，而且也不应该是投资者卖出开放式基金买入 ETF 的唯一理由。

## ETF 的定义

ETF 是通过经纪公司在股票交易所进行交易的证券篮子，跟个股一样。ETF 份额可以与同样通过经纪公司来进行交易的其他投资者进行买卖交易。ETF 全天都可以交易，从而比人们更加熟悉的开放式共同基金更加灵活——投资者必须等到一天结束后才能与其共同基金公司进行买卖交易。

只要股票交易所开张，ETF 就可以在整个交易日进行买卖。投资者用来交易股票的任何方法都可以用到 ETF 的交易上。基金份额可以卖空，也可以融资买入。这样，它就成了机构投资者和交易员的一种有用的投资载体，因为他们常常需要迅速对冲证券仓位。

ETF 与传统型开放式共同基金的一个区别是，ETF 并不一定按照其资产净值（基金标的证券与现金仓位的综合市值）来交易。虽然 ETF 份额的供应和需求取决于所跟踪指数中的标的证券的价值，但是其他因素也可能而且的确影响着 ETF 的市场价格。ETF 份额的市场价格是由该 ETF 份额的供求力量来决定的；而价格偶尔也会偏离基金的标的价值的轨道，但是不会偏离太多。ETF 有一个机制能够控制价格的偏差，防止折价或溢价水平变得很大或持续时间很长。

ETF 价格与其隐含价值之间的差额，为一群特殊的投资者提供了一个潜在的盈利机会。通过允许少量大型机构投资者［被称做签约交易商（Author-

AP

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



ized Participant，AP）］买入或实物赎回 ETF 份额（用标的证券，而不是现金），ETF 的市场价格保持在接近其资产净值的水平。当 ETF 与其标的证券之间出现小幅度价格差的时候，AP 就会进行一种无风险套利交易。套利交易允许 AP 用证券个股来交换大宗 ETF 份额，或用 ETF 份额交换证券。套利机制促使 ETF 份额的市场价格回归基金的真实价值轨道，并为 AP 带来一笔小额利润。套利行为发生得很快，有效地保持了 ETF 份额位于真实价值的水平。

ETF 是按照开放式共同基金来组织的。然而，发行 ETF 的公司同意美国证券交易委员会的意见，不把其产品当做开放式共同基金，甚至不当做笼统的共同基金来宣传或推销，而是按照交易所交易基金和交易所交易票据来做宣传的。

根据证监会的规定，共同基金是由一个与公众直接打交道的共同基金公司来发行、赎回的，ETF 的发行商并不与公众直接打交道，它们只是从 AP 那里进行买卖交易。根据规定，ETF 的说明书和广告材料必须显著地披露这一事实，并声明 ETF 的个人股东不直接与基金公司买卖份额。当个人股东在股票交易所获得份额时，他们买入的是某个 AP 拥有的 ETF 份额的一部分。

听起来很复杂吧？不用担心，读过本书以后，你就会清楚地了解 ETF 的运作。事实上，你对这些独特投资品种的了解很可能会超过身处金融服务业的很多顾问。

## 交易所交易产品

本书各章所论述的投资产品并不是严格定义下的 ETF 基金。但是，这些投资产品表现得就像是 ETF，交易时也像 ETF，而且在投资界常常就被称做 ETF。在如今的市场上，有很多不同的交易所交易产品。《华尔街日报》在“理财与投资”栏目的交易所交易投资组合标题下列出了所有产品类型。本书所覆盖内容用“交易所交易产品”、“交易所交易投资组合”来描述更加贴切。

我们来举个从定义上说不属于基金的一个投资产品范例——巴克莱银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的一个创新证券，叫做 iPath 交易所交易票据（ETN）。这种独特的投资产品并不是 ETF；相反，ETN 是巴克莱银行的没有抵押的债务责任，跟踪的是某些市场指数的表现。

债务通常表明要支付利息，但是 ETN 并不是这样。这种独特的证券并不支付利息和红利，也没有业绩表现方面的保证。ETN 跟踪市场整体收益，投资者得到的是市场能够产生的任何总收益，减去管理费。ETN 像 ETF 一样在股票交易所进行交易，但是税负与 ETF 不同。这一重要区别我们将在本书第四章详细论述。

还有另外一些交易所交易产品理论上并非 ETF，这些证券品种也在本书中做了介绍。然而，出于实用的目的，只要没有理由将这些交易所交易产品与 ETF 区别开来，我们统一称之为 ETF。

## ETF 市场的发展

ETF 市场正在狂热地发展，而这种发展很可能还会持续数年时间。ETF 的发行自 2000 年以来已经发生了爆炸式的增长。截至 2008 年，在美国市场上交易的 ETF 超过了 700 只，投资者资产总额远远超过了 5 000 亿美元。在今后的 10 年里，ETF 的数量和资产水平有可能会与开放式共同基金持平，而这还只是保守估计。

ETF 有潜力在 2020 年的时候成为共同基金市场的最大组成部分。要成为一名知情投资者，你就应当知道 ETF 的独特之处在哪里、ETF 是如何运作的、从哪里获得新基金的信息，以及哪些基金可能有助于投资者实现他的金融目标。而这，正是《玩转 ETF 基金》的任务。

## 本书内容概述

《玩转 ETF 基金》分为四部分，每个部分包含 5 ~ 7 章。每一章都相当精

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



炼，以便于阅读和理解。在本书的末尾，有个 ETF 资料来源清单，你可以从中找到有关交易所交易产品的更多信息。

## 第一部分：ETF 基金入门

你只有在了解了 ETF 的内部运作原理之后，才会体会到拥有 ETF 的好处。它的与众不同之处，在于它的结构。

第一章首先介绍的是 ETF 从早期出现到当今市场位置的沿革。有人说，需要是发明之母，ETF 也不例外。了解 ETF 市场多年来的演变和成长过程，是理解它可能给你的投资组合带来裨益的重要的第一步。

第二章论述了 ETF 管理的方方面面，而这些运作机制与开放式共同基金有着显著的差异。该章介绍了 ETF 遵循的基于规则的指数策略、ETF 市场价格的计算方式、日间价值的计算方式、签约交易商在 ETF 份额的发行和赎回中的作用、个人投资者的份额交易，以及 ETF 与其他投资证券品种之间在交割方面的差别。

第三章论述了不同交易所交易投资组合之间的根本性区别。虽然所有基于指数的 ETF 都遵循规则，但并非所有 ETF 都是以同一种方式在运作。事实上，有些被叫做 ETF 基金的投资品种根本就不是基金。

第四章探讨的是 ETF 相对于传统型开放式共同基金的优势和劣势。人们通常把开放式共同基金称作传统型，因为市场上有将近 7 000 只开放式基金。这是投资者熟悉的一种结构。本章还概要论述了 ETF 份额安排在应税投资账户时的税收收益。

第五章论述了主动管理型 ETF 的未来。主动管理型 ETF 并不跟踪基于规则的指数；相反，证券品种的甄选是由投资组合经理或委员会自行决定的。证监会如今允许有限形式的主动管理型 ETF，将会引发新品种的大量发行。

## 第二部分：ETF 跟踪的指数

大部分 ETF 都跟踪证券指数。对指数创建和维护规则、方法的研究是 ETF 分析的一个重要部分。本书在这里将市场指数与定制指数区别开来，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



介绍了一种新颖的方法，按照 ETF 所跟踪的指数类型来归类 ETF。指数策略箱是理解指数创建和基金如何用你的资金进行投资的一个便捷途径。

第六章将 ETF 分为两大类型。第一个指数类型是基准指数，这是复制广泛认可的股票和债券指数表现的经典做法。基准指数运用被动方式挑选证券、用市值来确定权重。第二个类型是策略指数。策略指数与基准指数的不同之处在于，指数提供商积极参与证券挑选过程的管理和（或）证券权重设置过程的修订。策略指数与基准指数在该章进行了比较。

第七章介绍了一种新颖而简单的方式，用图表形式来看待指数策略，即指数策略箱。指数策略箱有两个维度。箱子的一个轴是证券选择，另一个轴是证券权重。如何为一个指数挑选证券、证券在指数中的权重如何设置，对于该指数的风险和收益特征有着重大影响。

第八章进一步论述了指数策略箱的第一个维度，也就是证券选择。指数证券的选择主要依据的是三个策略之一：被动策略、过虑策略、量化策略。为指数选择哪些证券显然十分重要。未入选的证券同样很重要。这一章让你深入了解各种证券选择方法及其对业绩表现的影响。

第九章论述的是指数策略箱的第二个维度，也就是证券的权重设置。证券权重设置依据的是三个策略之一：市值策略、基本面策略和固定策略。一个指数中各个证券的权重设置方式对于该指数的风险和收益特种有着重大影响。这一章详细讨论了各种方法及其对收益的影响。

### 第三部分：*ETF* 风格和选择

证券市场分为许多资产类别、许多全球地理区域。第三部分将世界分为美国股票、国际股票、债券和另类资产等类型。每种类型都有 ETF 策略案例。

第十章总结了美国证券市场，即 ETF 市场的最大组成部分。该章讨论了整体市场基金、成长和价值型基金，以及基于公司规模的基金。第十章还概要介绍了各个指数供应商采用的风格和规模方式。

第十一章走向了全球－把范围扩大到了国际证券市场。随着更多国际指数的创建和美国股票交易所构建全球联盟，全球证券 ETF 的发行正在增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



新兴国家 ETF 正朝着一度很难进入的世界某些地区扩张。

第十二章论述的是美国和全球行业板块，即 ETF 证券市场中增长速度最快的领域。行业板块包括美国和全球的大市市场和微观市场。行业板块被切割得越来越小，为 ETF 投资者提供了开放式基金领域里不存在的通往缝隙市场的道路。

第十三章介绍了十分有趣的特殊证券 ETF 领域。这些独特的基金包括主题投资、板块轮动策略、杠杆式 ETF 和空头基金。主题投资 ETF 覆盖了众多领域，包括清洁能源、社会责任和公司动态。杠杆式和空头基金被用来推销对冲风险、做空或做多杠杆式市场。如果你想对冲一个流动性很差的股票仓位，这些基金有可能十分有用。

第十四章讨论的是固定收益 ETF，包括政府债券、公司债券和优先股。几年来，固定收益 ETF 的发展速度很慢，基金提供商最近推出了几种固定收益 ETF，包括高收益债券和优先股。

第十五章探讨的是越来越受青睐的另类资产类别 ETF，包括黄金、石油、商品指数和货币。这是一个十分有趣而且常常颇具争议的投资领域，学术研究认为，另类投资品种有助于降低投资组合的风险，但是有关这种资产类别的潜在长期收益问题，争议还在继续。

## 第四部分：用ETF 基金进行投资组合管理

第四部分论述了如何创建 ETF 投资组合，从中可以合理预期的收益为多少。这一部分探讨了众多策略，包括买入持有策略、市场时机策略和板块轮动策略。无论你坚信的是哪种策略，对于任何一种投资组合管理策略的成功来说，至关重要的关键内容是要有一个信念，根据该信念制订一个计划，实施该计划并坚持到底。

第十六章广泛讨论了各种策略。主要的投资风格为买入持有型和生命周期投资型被动策略，以及市场时机型和板块轮动型主动策略。特殊策略包括对冲流动性差的股票仓位。

第十七章介绍了用买入持有策略进行战略性资产配置的简单而有效的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资组合管理。这种审慎的 ETF 多样化技术备受成本敏感型投资者的青睐，因为他们希望实现市场收益的好处，同时并不需要预测市场。资产类别相关性概念和投资组合再平衡问题都在该章做了介绍。

第十八章提供了按照我们的生命周期开发 ETF 混合比例的工具和指导。刚刚参加工作的人在投资的时候，一般都不同于行将退出劳动大军的人。生命周期投资法将生命早期的更大权重向进取型资产类别倾斜，将晚年的重心更多地转向保守型资产类别。

第十九章介绍的是各种主动投资组合管理策略。该章讨论了许多投资组合策略类型，包括基本面分析和技术面分析。主动投资的目标是要实现绝对值或经过风险调整后超出市场的收益。成功的主动策略如果实现了大大低于市场的风险的话，不一定要实现超过市场的收益。

第二十章的重点是 ETF 在投资组合管理中的特殊用途。这些用途包括对冲投资组合的某个具体风险，比如集中于某个行业的密集仓位风险。配对交易涉及在多个市场同时创建多头和空头仓位，以期从经济活动的变化中捕捉获利机会。市场中性策略是在某行业进行多头和空头仓位投资，并以逆向方式进行市场指数的投资。税负互换策略是一种提高税后收益的保守策略。

第二十一章为 ETF 投资者提供了几个节省成本的方法。该章包含了可以降低你的总体成本的开设账户和交易方面的建议。此外，这里还提供了可以聘用的专业投资组合管理服务方面的信息。

## 结 语

本书是你创建必胜投资组合策略的一本指南，它将带你进入一个更高的理解层次，无论你是刚刚涉足 ETF，还是属于久经沙场的投资者。有了本书的知识武装自己，你就拥有了创建适合你的需求的正确的投资组合所需要的各种工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




All You Need to Know About Exchange-Traded Funds

# 目 录

序 / XI

前言 / XV

第一部分 ETF 基金入门

第一章 ETF 基金的过去、现在和未来 / 3
- 成长中的 ETF 行业 / 4
- 共同基金的简史 / 5
- ETF 的未来 / 20
- 小结 / 23

第二章 解读 ETF 基金 / 24
- 像基金一样运行却像股票一样交易 / 24
- 封闭式基金的难题 / 29
- ETF 如何解决麻烦 / 30
- 小结 / 39

第三章 交易所交易产品的类别 / 40
- 交易所交易产品的世界 / 41
- 汇总交易所交易投资组合 / 51
- 小结 / 52

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章　投资 ETF 基金的优劣 / 53
ETF 基金的优势 / 53
ETF 基金的劣势 / 61
ETF 的特征指南 / 65
小结 / 66

第五章　主动型 ETF 基金 / 67
主动管理型 ETF 的先行者 / 67
不同于主动型开放式基金 / 69
主动管理型 ETF 的优势 / 69
主动管理型 ETF 的劣势 / 70
小结 / 71

**第二部分　证券投资指数的原理和方法**

第六章　基准指数和策略指数 / 75
基准指数的定义 / 76
策略指数的定义 / 77
什么是好的基准指数？/ 77
详解基准指数 / 79
详解策略指数 / 81
关于指数的不同看法 / 82
小结 / 83

第七章　指数构造方法图 / 85
指数必须遵守规则 / 86
指数构造方法图 / 87
基准指数和策略指数 / 94

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



小结 / 96

第八章　成份股筛选 / 97

成份证券选择方法类型 / 97

被动选股 / 99

过滤选股 / 103

数量选股 / 108

找出恰当的选股方法 / 113

小结 / 113

第九章　指数的权重确定方法 / 115

市值加权 / 116

基本面加权 / 119

固定权重 / 125

非市值权重策略和风格倾向 / 127

小结 / 131

**第三部分　投资者如何挑选不同风格的 ETF 基金?**

第十章　美国基准指数基金和风格 ETF 基金 / 135

整体市场基准指数和风格指数 / 136

基准指数 ETF 基金 / 139

美国股票型策略指数 ETF 基金 / 144

美国基准和风格 ETF 基金示例 / 149

小结 / 155

第十一章　全球股票型 ETF 基金 / 156

国际化投资的优势 / 156

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国际化投资的劣势 / 157
主要的国际和全球市场指数 / 158
国际交易指数 / 164
小结 / 172

第十二章　部门和行业 ETF 基金 / 173
行业 ETF 的发展 / 174
部门和行业划分 / 174
交易型行业指数 / 178
房地产投资信托（REIT） ETF / 179
行业 ETF 的部分列表 / 181
小结 / 189

第十三章　特色 ETF 基金 / 190
主题投资 / 191
主动管理型指数 / 196
杠杆和空头 ETF 基金 / 198
用 ETF 基金对冲风险 / 201
特色 ETF 基金列表 / 202
小结 / 209

第十四章　固定收益 ETF 基金 / 210
债券市场结构 / 211
国债指数 / 215
房屋抵押贷款 / 216
资产担保证券 / 217
投资级公司债券 / 217
高收益公司债券 / 218

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



综合指数 / 219

巴克莱综合债券指数 / 219

市政债券 ETF / 220

国际性固定收益 ETF / 220

优先股 ETF / 221

固定收益 ETF 清单 / 222

小结 / 225

第十五章　商品和货币 ETF 基金 / 226

商品基础知识 / 227

商品 ETF / 230

商品指数 / 234

新基金的进展 / 237

商品 ETF 的缺点 / 237

货币 / 239

期货 ETF 的未来 / 242

商品和货币基金清单 / 242

小结 / 245

**第四部分　运用 ETF 基金进行投资组合管理**

第十六章　组合管理策略概述 / 249

被动投资 / 249

生命周期投资 / 250

主动投资 / 251

特殊投资组合 / 254

ETF 基金投资禁忌 / 255

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



小结 / 256

第十七章 被动投资管理 / 257
买入、持有、再平衡 / 258
核心/探测策略 / 265
被动投资组合的实际收益 / 266
预测 / 270
小结 / 271

第十八章 生命周期投资管理 / 272
生命周期模型 / 273
人生各阶段的 ETF 基金投资组合 / 275
小结 / 285

第十九章 主动投资管理 / 286
名义收益与风险调整收益 / 287
自上而下策略 / 288
自下而上分析 / 294
动能投资 / 296
技术分析 / 298
切记谨慎 / 301
小结 / 302

第二十章 特殊投资组合管理 / 303
ETF 独一无二的特征 / 304
用 ETF 来降低行业风险 / 305
配对交易和市场中性策略 / 307
货币对冲和投机 / 309

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



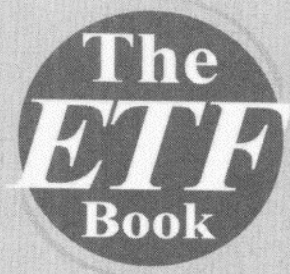
税负亏损收益 / 310
未来 ETF 策略 / 312
小结 / 312

第二十一章　ETF 基金投资技巧 / 314
挑选托管机构的选择 / 314
ETF 交易份额 / 316
资产位置安排 / 317
ETF 再平衡 / 321
聘用投资经理 / 323
小结 / 324

附录 A　指数构成方法图缩略语清单 / 326
附录 B　ETF 资源列表 / 328

致谢 / 332

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




All You Need to Know About Exchange-Traded Funds

# 第一部分
# ETF 基金入门

第一章　ETF 基金的过去、现在和未来
第二章　解读 ETF 基金
第三章　交易所交易产品的类别
第四章　投资 ETF 基金的优劣
第五章　主动型 ETF 基金



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第一章

# ETF 基金的过去、现在和未来

交易所交易指数基金（简称 ETF）1993 年还是新生的幼苗，而今已成长为繁茂森林，给基金行业带来了革命。每年有成百上千只新的 ETF 基金诞生。从 2003 年 12 月的 71 只基金到 2008 年 12 月的 747 只基金，ETF 的数量在 5 年间翻了 10 倍以上。即使是在 2008 年的熊市，也诞生了 221 只新的 ETF 基金。我们难以预言 ETF 的增长速度何时会慢下来。基于 ETF 的新型投资组合管理方式以及 ETF 产品的不断创新，将使未来多年仍然是 ETF 的繁荣扩张期。我们有理由相信，ETF 的数量将保持快速增长的趋势，而且在增长放缓前有望实现两三倍的扩张。

目前市场上有多种交易所交易产品，包括交易所交易指数基金（ETF）、交易所交易票据（ETN）、委托人信托、单位投资信托（UIT）。第三章将详细讨论这些及其他投资产品。为方便讨论，除非特别说明，ETF 基金在本书中指代所有的交易所交易产品。

学习了解 ETF 基金，最好是从了解其诞生开始。本章重点介绍促使 ETF 诞生的重要历史事件以及 ETF 市场在之后几十年间的发展。即带领读者回顾 ETF 的产生发展历程，分析 ETF 的今日现状，并遥望 ETF 的未来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 成长中的 ETF 行业

在 1993 年年末，市场上仅有一只管理着 4.64 亿美元资产的 ETF 基金。到了 1997 年年末，市场上仍仅有两只 ETF 基金，管理的资金总额为 62 亿美元。之后，随着越来越多的投资公司加入 ETF 市场，ETF 的增长速度开始加快。目前，已经有 25 家以上公司在发行 ETF 基金，并且不断有新的公司加入。图 1.1 显示了 ETF 的惊人发展。此外，还有数百只新的 ETF 基金正排队等待美国证券交易委员会（SEC）的批准发行。

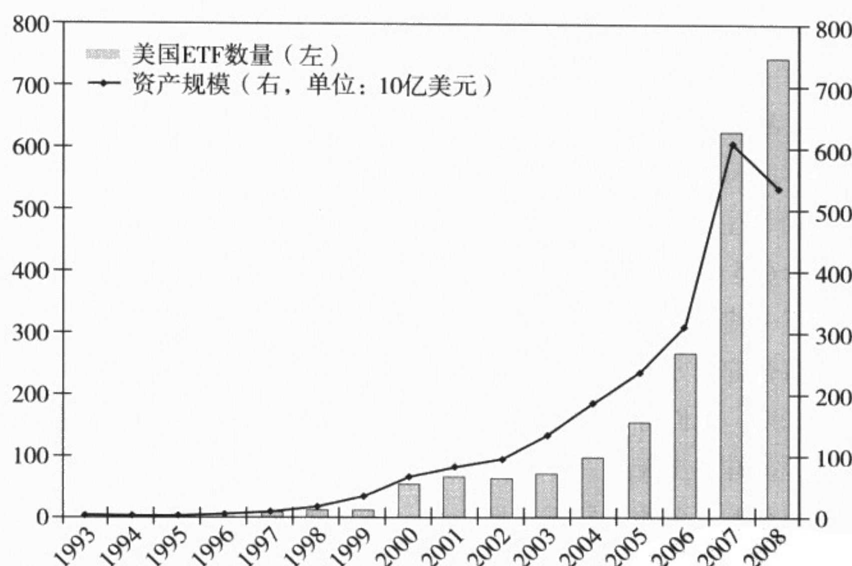



**图 1.1　美国 ETF 市场的成长**

资料来源：美国道富金融集团（State Street Global Advisors）提供。

ETF 的迅速发展是共同基金行业的一个传奇。目前，50% 在美国市场上交易的 ETF 基金都只有不到 3 年的历史，并且有数百只新的 ETF 基金产品正排队等待美国证券交易委员会的批准发行。传统的共同基金管理公司，如太平洋投资管理公司（PIMCO），也正在加入这个市场；风险投资也在不断创立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



新的 ETF 公司，希望在这个市场占有一席之地。在激烈的竞争中，一部分 ETF 市场参与者将保持独立发展，一部分则将被大的共同基金发行商吞并。表 1.1 列举了美国主要的 ETF 提供商及其在市场上的地位。

**表 1.1 美国主要的 ETF 基金提供商及其市场份额**

| ETF 基金提供商 | 发行的 ETF 数量 | 市场份额 |
|---|---|---|
| 黑石* | 180 | 47% |
| 美国道富金融集团 | 83 | 28% |
| 先锋集团 | 38 | 9% |
| PowerShares | 119 | 3% |
| 纽约银行 | 6 | 4% |
| ProShares Advisors | 76 | 5% |
| Rydex 投资公司 | 40 | 1% |
| 智慧树 | 50 | 1% |
| Claymore | 34 | 1% |

* 黑石于 2009 年收购了巴克莱全球投资公司。

资料来源：美国道富金融集团提供，做表时间 2009 年 2 月份。

当然，随着 ETF 基金数量的增长，当其超过了市场需求时，必然有一些参与者会以失败退出市场或与其他参与者合并。一只基金为了保持盈利，必须有最低限度的资金管理量。由于 ETF 基金有着低维护成本的优势（见第四章），ETF 所需的最低资金管理量通常低于其他类型的共同基金。在 2008 年随着北方信托（Northern Trust）和 XShares 公司退出市场，有 46 只基金被关闭。这两家基金发行商所募集的管理资产都未能超过 4 亿美元。

## 共同基金的简史

了解 ETF 基金的演进过程，需要先了解共同基金行业简要的发展历史以及该行业的发展规律。共同基金并不是一个很新的投资方式。事实上，历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



学家认为共同基金的历史同美国的历史同样长。第一只共同基金诞生于荷兰，当时美国正为争取独立而与英帝国进行着战争。

### 何处诞生

除了战后用于美国建设的部分资金是通过共同基金从海外募集的，共同基金的产生与美国独立战争并没有直接的联系。当时，美国是一个年幼的新兴市场。外国投资者对美国成功投入赌注，把资金注入新生的美国市场。这种投资方式，类似于现在的美国投资者将资金注入刚完成政治革命的新兴国家。

2004 年耶鲁大学管理学院的格特·鲁文霍斯特（K. Geert Rouwenhorst）发表的一篇名为《共同基金探源》（*The Origins of Mutual Funds*）的论文，叙述了共同基金行业自 18 世纪初期以来的历史。鲁文霍斯特发现在 1774 年，一名德国商人兼经纪人开始吸收公众资金并组成名为“Eendragt Maakt Magt（意为联合创造力量）”的信托投资基金。这只信托基金的建立时间，是在该国经历了 1772～1773 年的金融危机之后。金融行业的一个规律是，金融创新通常出现在金融危机后。我们将在后面看到，20 世纪的金融危机如何在美国引发了 ETF 的创新。

“Eendragt Maakt Magt”为少数投资者提供一定量的资金使其进行风险投资活动，并通过多样化来降低风险。这只信托基金具有惊人的透明性，并得到良好的管理。组成这只基金的证券来自澳大利亚、丹麦、德国、西班牙、瑞典、俄国以及在中南美洲的一些殖民地。当时在阿姆斯特丹交易所进行日常交易的 100 多只证券中，大部分都曾经是“Eendragt Maakt Magt”基金的成分。当时，具有最优流动性的证券价格，每周都会在一份周刊上向公众发布。该周刊也发布当地的不动产交易信息、证券分红以及新证券发行等信息。

Eendragt Maakt Magt 基金存在了近 120 年，保持着同类基金寿命的最长纪录。这只基金经历了多次的金融危机或政治危机，其中包括由于美国内战而引起的美元资产极度贬值。在 1893 年正式退市前，该基金还经历了多次的管理变更以及多次的名称变更。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Eendragt Maakt Magt 并不是外国投资者可以投资新兴国家的唯一方式。在 1780～1790 年间，单为投机美国市场而诞生的投资信托基金就已超过 30 只。如同法国和西班牙一样，荷兰也是新生美国的主要融资者之一。

## 来到美国

美国的信托投资基金最早产生于 19 世纪 90 年代。波士顿个人资产信托基金（Boston Personal Property Trust）于 1893 年诞生，是美国股票市场的第一只封闭式基金。这只基金的运作方式与目前的封闭式基金别无二样。该基金在一定的截止期前向公众开放纳股，并在截止期后封闭。投资者不能从该基金取出现金，但是可以在股票交易所卖出该基金股份。于是，投资者对基金的投资也具有流动性。

封闭式基金通过出售一定的基金股份而募集现金用于投资。之后，基金经理根据基金的投资目标与策略，将募集到的现金用于投资，基金股份则被股票交易所挂牌交易或进行场外交易。

在短期内，封闭式基金不必因为投资者要求基金股份赎回而被迫卖出成份证券，也不必因为投资者申购基金股份而买入证券。封闭式基金不受投资者股份赎回的影响，因此可以投资流动性较差的证券。例如，一只封闭式基金可以在并不发达的证券市场的国家进行证券投资。很多封闭式基金使用杠杆投资来获取更为可观的收益（同时也带来更高的管理费用）。目前在市场上，杠杆投资仍然是封闭式基金的常用手段。

像其他公开交易的证券一样，封闭式基金的股份价格也随着基金股份的供需而波动。由于市场上对基金股份的需求并不一定等于对该基金所包含的成份证券的需求，封闭式基金的股份价格可能并不等于其资产净值（NAV）。根据规定，基金公司不能在市场上买卖自己的股份，也不能在基金股份价格与资产净值不一致时进行基金的发行或赎回。因而，封闭式基金股份价格的溢价或折价，成为这种封闭式结构的一个主要缺陷，也是阻碍其在市场上变得更加流行的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 开放式基金的诞生

1907 年成立于宾夕法尼亚州费城的亚历山大（Alexander）基金是开放式基金发展史上的重要里程碑，它解决了封闭式结构下基金股份价格与资产净值不一致的问题。亚历山大基金由半年发行一次，并允许投资者按基金资产净值卖出股份，获得现金。这是共同基金第一次可以定期发行新股份，同时进行旧股份的赎回。

1924 年马萨诸塞州投资者信托基金（Massachusetts Investors Trust，MIT）成为美国第一只具有现代开放式结构的共同基金。MIT 允许基金公司依据资产净值持续地发行或赎回股份。每天在市场收盘后，开放式基金将根据其成份股票、成分债券和持有现金计算其资产净值，并确定合理的基金股份价格。投资者可依据基金资产净值赎回基金股份。基金资产净值也在报纸上进行定期的发布。

开放式结构允许基金公司根据投资人的需求发行或赎回股份。开放式基金每天可在收盘后，根据基金的资产净值，发行新股或赎回旧股。随着美国道富金融集团跟随 MIT 在同一年发行自己的开放式基金，开放式结构很快成为了美国共同基金的标准结构。

投资者购买开放式基金时需要支付一定的佣金。一般情况下，这些佣金都支付给了基金股份的销售方。在 20 世纪 20 年代，银行是开放式与封闭式基金的最大发行者。银行柜台向银行存款客户出售基金股份，并且在某些时候允许客户贷款上至 100% 的资金来购买基金股份。银行这种放任自流的贷款方式最终导致了大量小投资者的破产，并引致《格拉斯 - 斯蒂格尔法案》（Glass-Steagall Act）的制定。该法案制定后的近 75 年间，银行被禁止销售股票和共同基金。

在繁荣的 19 世纪 20 年代，共同基金行业进行着持续的创新。1928 年苏达（Scudder）、史蒂文斯（Stevens）和克拉克（Clark）创立了第一只“免佣基金”。投资者可依据基金净值而向基金公司申购或赎回基金股份，并且无须支付佣金。1928 年也出现了第一只同时包含股票与债券成分的共同基金——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Wellington 基金。在此之前，市场上仅有股票型基金。

1929 年，美国金融市场上有 19 只开放式基金与近 700 只封闭式基金竞争。但是在 1929 ~ 1932 年股市崩盘后，很多高杠杆运作的封闭式基金被扫地退市。在市场衰退期间，一方面，封闭式基金的价格相对其资产净值有很高的折价，这引起了封闭式基金投资者的不满；另一方面，开放式基金的投资者却能以基金资产净值进行股份赎回并获得现金，并在 30 年代中期市场复苏时占有了先机。

负责市场监管的政府机构也注意到了共同基金与信托行业的变化。美国证券交易委员会建立后，颁布了《1933 年证券法》（Securities Act of 1933）以及《1934 年证券交易法》（Securities Exchange Act of 1934）。这些法规加强了对投资者的保护。发行股票的公司必须定期公布财务报表。共同基金也被要求在证券交易委员会进行注册，并公布基金公开说明书以增强透明度。几年后颁布的《1940 年投资公司法》（Investment Company Act of 1940）进一步加强了对基金公司在信息披露方面的要求，并减少了基金发行公司与基金投资者间的利益冲突。

### *共同基金行业的扩张*

在接下来的几十年间，共同基金行业进行着持续的发展。20 世纪 50 年代，有约 50 只新基金被创立。到 1954 年，金融市场已经恢复到 1929 年的高点，并出现了二战后的新一代投资者。20 世纪 60 年代，市场上出现了更多的投资者，几乎在每个街角都能找到美林证券（Merrill Lynch）、皮尔斯公司（Pierce）、Fenner 和 Smith 等公司的分支机构。成千上万只新基金被创立，并且伴随着数以亿计的资金流入。

1969 年的熊市使得公众对股票的热情降温，财富的缩水也打击了金融行业发行新基金的积极性。随着投资者要求基金股份赎回，大量资金迅速流出了共同基金行业。

然而，危机也孕育了金融行业的创新。20 世纪 70 年代早期，精明的投资者注意到大多数共同基金的收益都低于股票的市场收益。而且，投资的成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也成为影响预期收益的重要因素。降低投资成本的理念，对共同基金行业的发展方向产生了巨大影响。

1971 年，美国富国银行（Wells Fargo Bank）创立了第一只低成本的指数型基金。这只基金所具备的创新概念，成为了约翰·博格尔（John Bogle）于 1975 年创立的著名的美国先锋集团（Vanguard Group）的基础。指数型基金以实现股票的市场收益为目标，只收取少量的管理费用。

20 世纪 70 年代也出现了免佣基金。不仅有几只基金公司专注于发行免佣基金，而且更多的传统基金公司也在发行原有基金外发行了免佣基金。免佣基金和低成本的指数型基金，以及 1976 年的行业管制放松，极大地降低了投资者付给经纪商的佣金比例，每年可给投资者节省数十亿美元。投资成本的降低为基金行业之后的转折作出了重要贡献。

## 繁荣与萧条

20 世纪 80 ~ 90 年代是史上最长的牛市之一。在股票市场和基金市场进行投资，成为很多美国人的爱好。许多基金公司都变得家喻户晓，例如富达投资（Fidelity）和美国基金（American Funds）。随着大量资金流入基金行业，一些基金经理也成为了公众明星与焦点。

美国最大的网络股基金——Munder NetNet 基金是繁荣期的一个富有戏剧性的典型故事。这只基金于 1995 年创立，在投资上跟踪新兴的互联网行业。它的基金经理既不是专业的分析师也不是专业的理财人员，而是一家公司负责设备安装的技术人员。这名基金经理几乎一半时间忙着安装电脑，而另一半时间管理投资组合。当时，由于很少有人了解互联网，这只基金也没有得到多大关注。然而这种情况并没有持续多久。到 2000 年早期，Munder NetNet 基金已发展成为管理着超过 120 亿美元的资产的基金。

当几乎每家杂货店和鞋店的销售人员都自封为科技股票专家时，科技股泡沫破灭了。在几个月的时间内，随着许多红极一时科技公司的破产，科技股票市值极大地缩水。Munder NetNet 公司也裁掉了它的基金经理，就好像这名基金经理应对泡沫的破灭与股市的崩盘负有责任一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2000 年的互联网泡沫破灭之后，共同基金行业出现了一系列的丑闻，扫去了笼罩在该行业上的光环，也破坏了行业声誉。基金经理们疑点重重的交易模式以及幕后实际交易都表明，共同基金公司并不总是服务于基金投资者的利益。很明显，基金公司并不像他们自称的那样清白无辜。市场需要的是更好的透明度、更多的信息披露以及更高的可靠性。这些正是 ETF 基金的优势。

## 回顾1987年股市崩盘

1987 年 10 月 19 日，一个黑色星期一，道琼斯工业指数（DJIA）在一天内跌幅超过了 20%。在股票市场历史上，单日下跌幅度排名第二。史上单日下跌幅度最大的一次，是 1914 年 12 月 12 日，道琼斯工业指数单日下跌了 24%。但是，我们有充足的理由解释 1914 年的崩盘。1914 年发生崩盘前，纽约股票交易所由于第一次世界大战的爆发已经连续关闭了 6 个月，很多投资者都在等待，一旦股票市场的开市铃声敲响，便抛售股票。

与 1914 年的崩盘不同，1987 年的崩盘似乎是突然爆发于风平浪静中。在崩盘前并没有重要的新闻或事件发生。华盛顿的政治气氛良好，里根总统正处于他第 7 年的任期。除了已延续多年的苏联对阿富汗的入侵，并没有什么重要冲突威胁着世界和平。

对 1987 年崩盘最流行的解释是，程序化交易系统产生的大量卖出指令导致了崩盘的发生。程序化交易系统是指一种由计算机监控市场价格变动并自动生成买入/卖出指令的系统。这种交易系统通常在短时间内发出大量的交易股票与期货的指令。一些经济学家用理论推导出，是程序化交易导致了崩盘的发生，而另一些经济学家则坚持程序化交易与市场崩盘关系不大。总之，对于 1987 年的崩盘，程序化交易承受了来自多方面的批评，也似乎成为了替罪羊。

在 1987 年的黑色星期一过后，人们开始清晰地认识到机构投资者并没有充足的流动性可以快速对冲仓位。于是，世界上的各个市场都对股票交易增加了限制。当股票大幅下跌时，期货与期权市场将暂停交易；并且当股票进一步大幅下跌时，股票交易所也将停止交易。

期权与期货市场在危机中也采取交易管制措施，这是由于这两个市场可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以推动证券价格的下跌。期权与期货市场暂停交易，只是阻止股票恶性循环迈出的第一步。如果还没有起到作用，那么市场监管者将直接让股票交易所暂停交易。

暂停交易只是解决危机中流动性不足的自然反射式的处理办法，并没有更好的简单快捷的办法来解决实质流动性不足的问题。市场上需要的是运用交易所的交易机制，以便支撑简单可靠地对冲股票组合的风险。

封闭式基金可以在交易所进行交易，但是使用封闭式基金来对冲快速下跌的股票价格存在一个问题。决定封闭式基金股份价格的并不是基金成份股所对应的基金资产净值，而是基金股份本身的供求。因此，当市场下跌时，封闭式基金的股份价格相对其资产净值有很高的折价。取决于具体基金与市场下跌的突然性，基金股价相对其资产净值的折价可以高达30%，并可能持续很长时间。通过卖出基金来对冲股票仓位，将承受一些由于折价所造成的不可避免的损失。

封闭式基金常常出现溢价或折价，原因是当投资者对基金有更多需求时，不能发行新的基金股份，从而产生溢价；当投资者希望卖出基金时，也不能赎回基金股份，从而产生折价。在这两种情况下基金公司都不能操作自己的股份。由于封闭式基金的股份数量是基本固定的，没有办法通过套利来消除股份价格与资产净值间的不一致。如果有一种机制允许交易者通过卖出基金，买入股票或买入基金卖出股票来进行套利，那么将会使基金价格与其资产净值趋于一致。

封闭式基金的折价或溢价，在允许套利操作时将不复存在。例如，当封闭式基金的股份价格相对其资产净值折价时，如果允许基金申购，那么投资者就可以同时买入基金，并卖出相应的基金成份股而获得无风险的套利收益；或者当基金股份价格相对资产净值存在溢价时，如果允许基金赎回，那么投资者就可以同时卖出基金并买入相应的基金成份股而获得无风险的套利收益。

如果美国证券交易委员会允许封闭式基金的套利交易，那么就为机构投资者提供了一种对冲其股票组合风险的重要机制。只要封闭式基金股份价格与其成份股净值一致，机构投资者就可以在市场下跌中卖出基金以对冲风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



然而，美国证券交易委员会并不允许封闭式基金改头换面。因此，市场上需要一种全新的机制来满足交易者对冲风险的需求。

## 最初的ETF基金

1987 年的股票市场崩溃，激发了“股票篮子”的创意，即在一次交易中买卖一揽子的股票。美国证券交易委员会开始审查并重写证券交易规范，为新型的交易所交易机制扫清障碍。1990 年，美国证券交易委员会发布了《投资公司法》（Investment Company Act）（第 17809 号法令），并最终为可在日内发行或赎回股份的新型共同基金铺平了道路。

具体来讲，第 17809 号法令赋予 Leland，O'Brien and Rubinstein（LOR）公司权力，使其注册了名为“SuperTrust”的新型证券产品。该产品是一种指数型基金，允许机构投资者在股票交易所的单次交易中买入或卖出“标准普尔 500”指数所包含的一揽子股票。SuperTrust 所采用的结构使其可以同开放式基金一样发行或赎回股份，也可以同封闭式基金一样灵活交易。

SuperTrust 基金的交易单位 SuperUnit，可以像封闭式基金股份一样在证券交易所交易。与封闭式基金不同的是，当 SuperUnit 相对其资产净值出现折价时，机构投资者可以利用这种情况进行无风险套利交易。他们可以在公开市场上买入折价的 SuperUnit 并同时卖出 SuperUnit 所包含的成份股，之后要求 SuperUnit 兑现所包含的成份股，于是这些兑现的成份股覆盖了先前卖出股票的空头仓位。这样的无风险套利交易可以使机构投资者获得少量的收益。

尽管套利交易听起来像很复杂的工作，但实际上这种交易是非常迅速、简单、全自动化的。整个交易过程可以在瞬间由计算机程序运行完成。这种套利交易几乎可以消除 SuperUnit 相对其资产净值的任何溢价或折价。

LOR 公司在 1990 年提出了发行 SuperTrust 证券的申请，直到 1992 年 11 月 5 日美国证券交易委员会才完成审查。长时间的审查，是美国证券交易委员会处理任何新型证券产品申请的常规做法，甚至在 1992 年以后对新产品的审查越来越费时。

SuperTrust 于 1992 年 12 月发行，3 年到期。按计划，将在到期日前发行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



新一期的 SuperTrust 以替代到期的产品。但不幸的是，LOR 公司并没有发行第二期 SuperTrust。虽然 SuperTrust 为机构投资者提供了独特的交易方式，但是其也仅能吸引机构投资者的兴趣。较高的最低投资金额门槛、产品的复杂性以及不利的税收规定，使个人投资者对 SuperTrust 态度冷淡。这成为使 SuperTrust 被淘汰的决定性因素。

哪里有机会，哪里就会有创新。当 SuperTrust 诞生时，一个更好的产品已经在孕育中。美国股票交易所（American Stock Exchange，AMEX）充分利用第 17809 号法令并向美国证券交易委员会申请创立了标准普尔存托凭证（Standard & Poor's Depositary Receipt，SPDR）。其官方名称是“SPDR 信托，系列 1”，但是最通用的名称是 SPDR 标准普尔 500。1993 年 1 月，SPDR 标准普尔 500 指数基金开始上市交易，并由美国道富金融集团公司管理。

由于套利交易的存在，SPDR 标准普尔 500 指数基金的市场价格非常接近其跟踪的标准普尔 500 指数成份股价值。机构投资者总有机会利用 SPDR 标准普尔 500 价格与标准普尔 500 指数成份股价值的不一致来进行套利交易。当其中一者的价格高于另一者时，可以卖出贵者而买入便宜者。之后，套利交易将持续进行，直至两者间的价格相差无几而无利可图。

SPDR 标准普尔 500 指数基金迅速地获得了成功。该基金在第一年就吸引了 5 亿美元的资产。SPDR 获得成功而 SuperUnit 遭到失败的一个原因是，个人投资者可以购买 SPDR。SPDR 标准普尔 500 指数基金的每个最小买卖单元约是标准普尔 500 指数值的 1/10。如果标准普尔 500 指数在 1 600 点，那么一个 SPDR 买卖单元的价格约为 160 美元。这是一种每个人都容易理解的简单完美的定价方式，并且 SPDR 每个买卖单元的价格，也是所有投资者都能承担的。

SPDR 也填补了经纪业的一个巨大空白。在 20 世纪 90 年代中晚期，股票经纪商迫切需要一种方式将客户的资产投资于指数型基金，因为当时大量客户都在将资产转移到低成本的先锋 500 基金。SPDR 标准普尔 500 指数基金，正好给予了经纪商一种方式来应对先锋 500 基金，减缓了客户资产的外流。SPDR 标准普尔 500 仍然是当前市场上最流行的 ETF 基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## *ETF 结构的改进*

1996 年，摩根士丹利（Morgan Stanley）联合巴克莱全球投资公司（Barclays Global Investors）在美国股票交易所创立了世界股票基准指数基金（World Equity Benchmark Shares，WEBS）。该基金包含 13 只 ETF 基金产品，跟踪了世界不同地区（从澳大利亚至比利时）的股票市场。

SPDR 和 WEBS 之间的重大不同，主要体现在它们的结构上。SPDR 是作为单位投资信托（Unit Investment Trust，UIT）来运作的，而 WEBS 是依据《1940 年投资公司法》（Investment Company Act of 1940）作为投资公司来运作的。在 UIT 结构下，SPDR 必须严格复制它所跟踪的标准普尔 500 指数。这意味着，SPDR 必须按照适当的比重配置标准普尔 500 指数所包含的所有 500 只股票。WEBS 是作为投资公司运作的，其基金经理有权对股票持仓进行灵活调整。

WEBS 所采用的投资公司结构，使基金经理有权根据跟踪指数的需要，对基金持仓进行调整。某些指数由少数高权重的公司股票支配，因此无法在 UIT 规则下建立基金。而且，海外市场指数中的不少股票和债券不具备流动性，无法买卖。在不必买入所有指数成份股的情况下，基金经理可以通过运行计算机上的优化模型来选择并买入指数成份股。投资公司的结构使指数型基金也可以灵活调整基金持仓，这是 ETF 市场的一次重大创新。

UIT 结构与投资公司结构的另一个区别是对股票分红的处理方式不同。在 UIT 结构下，基金所含股票的现金分红将被保存在一个无利息账户中，直至季度末才一次性发给基金持有人。投资公司结构则可以灵活地将股票分红进行再投资。虽然投资公司结构下的基金仍然在每个季度末向基金持有人分红，但使用分红的再投资特性使得基金可以更好地跟踪指数。

WEBS 促成了 ETF 的另一项重要创新。它发明了一种可以降低 WEBS 投资者税负的套利手段。起初 SPDR 并没有向美国证券交易委员会申请使用这些减税手段，但是在 WEBS 之后 SPDR 不得不跟着改变。本书将在第四章详细讨论 ETF 在减少税负方面的优点。另外一项重要的改变是，WEBS 被允许在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



销售广告中同时使用“指数型基金”和“ETF”两种措辞，而美国证券交易委员会起初是不允许SPDR同时使用这两种措辞的。

1997年美国证券交易委员会批准了钻石基金（代码：DIA）的注册。这是一只跟踪道琼斯工业平均指数，并且由美国道富公司管理的ETF基金。虽然DIA使用了UIT结构，但是它仍然具有WEBS所具备的低税负优势。由于道琼斯工业平均指数家喻户晓，DIA吸引了大量的个人投资者。DIA易于跟踪和进行投资，因为几乎所有报纸、广播电台和电视新闻都会发布道琼斯工业平均指数的表现。这使得DIA成为市场上的第五大ETF基金，拥有近30亿美元的资产与每天200万股的交易量。

1998年美国道富公司在向美国证券交易委员会申请成立行业SPDR时，改变了其原先使用的ETF结构。该公司申请的行业SPDR采用投资公司结构，从而具备了减少税负以及分红再投资的优势。行业SPDR包含了9只ETF基金，分别跟踪标准普尔500的9个行业，并且基金成份股是从标准普尔500指数成份股中选取的。行业SPDR所跟踪的九个行业分别是：原材料、医疗保健、消费者常用品、消费者非必需品、能源、金融、工业、科技、公共事业（本书第十二章将提供更详细信息）。

20世纪90年代末期，在个人投资者中最流行的ETF，是一只跟踪100只纳斯达克股票的指数型基金，它最初的代码为QQQ。2007年该基金被重新命名为PowerShares QQQ，同时代码被更改为QQQQ。该产品的昵称是Cubes。由于该基金在科技与通信股票上的高权重，该基金成为20世纪90年代末科技与通信股票繁荣期间进行投机的理想工具。于是，Cubes一推出便获得了交易商和公众的追捧。Cubes也是很多个人投资者购买的第一只ETF基金。

2000年的高科技股泡沫破灭后，Cubes失去了个人投资者的热捧，ETF投资也随之降低了其在公众中的影响，但是这并没有阻止ETF的创新。事实上ETF在急速地演进，2000～2003年许多新的ETF产品被推出，许多新的ETF公司被创立。

**美国先锋公司的VIPER** 先锋公司于2001年推出其第一只ETF产品——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



先锋指数参与股权凭证（Vanguard Index Participation Equity Receipt，VIPER）。在这之前，所有 ETF 都是独立的基金。先锋使 VIPER 成为依附于该公司原有开放式基金产品的一个股份类别。这是 ETF 和开放式基金被首次绑定在一起。

VIPER 同先锋整体股票市场指数基金的区别是：第一，前者作为 ETF，可以在股票市场开市的全天进行交易，而后者作为开放式基金只能在每次收盘后进行交易；第二，交易的交收时间不同，开放式基金是在交易的次日交收，而 VIPER 是在交易的 3 日后交收。这种区别使先锋公司在财务方面面临一些挑战，但他们最终还是解决了这个问题。

2002 年 1 月，先锋公司推出了第二只 ETF 产品“先锋外围市场 VIPER”。该 ETF 跟踪的是 Wilshire 4500 指数收益，Wilshire 4500 指数包含了标准普尔 500 指数成份股外的所有股票。

在 2006 年，先锋公司弃用了 VIPER 这个名称，而简单地称它们为 ETF。2007 年先锋公司推出了依附在其原有的“固定收益指数基金”基础上的，并作为该开放式基金一种股份类别而存在的“固定收益 ETF”。当先锋决定推出“固定收益 ETF”时，VIPER 这个名称就不再适用了。因为 VIPER 中的 E，代表的是股权。

目前没有其他的开放式基金推出配套的 ETF 作为另一种股份类别。这也许是因为该方法已经被先锋公司申请了专利，任何使用该方法发行产品的公司都必须向先锋公司支付专利使用费。也许在主动型 ETF 更为流行时，一些共同基金会向先锋支付专利使用费，并使用该方法发行 ETF 产品。

**量胜于质** 2000 年 5 月发生的另一个重要事件，逐渐成为了 ETF 市场的一种趋势。巴克莱全球投资公司在一天内发行了 50 只安硕系列 ETF 产品。这些 ETF 产品覆盖范围宽广，覆盖了多种美国与全球股票基准指数。

巴克莱批量推出 ETF 产品，开启了 ETF 行业进入“量胜于质”的时代。自此以后，多家基金公司推出的大量 ETF 产品如洪水般涌入市场。2006 年，Rydex 公司打破纪录，在一天内发行了近 100 只 ETF 基金。这种“洪水模式”力求在短时间内向市场上推出尽可能多的产品，并等待这些产品中出现成功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者。基金行业的很多人将这种模式描述为向墙上扔 Jell-O 牌果冻，然后等着看多少果冻被粘在墙上。在本书写作期间，“量胜于质”模式仍然在持续，有超过 300 只 ETF 正在等待美国证券交易委员会批准上市。

**数量化基金的崛起** 2002 年，芝加哥纽文投资公司（Nuveen Investments）的前营销总监布鲁斯·邦德（H. Bruce Bond）创立了 PowerShares 公司。他的想法是运用数量化的指数来建立 ETF。这些“数量化”方法可以自动选择出具有高潜在收益的证券。这些方法通常使用复杂的量化模型来对证券的潜在收益进行分析，并进行从高到低的排序。之后，在对排序最高的一批证券进行投资组合分析与优化，从而更有把握使其超越市场平均收益。

PowerShares 第一只 ETF 所使用的核心引擎被称为 Intellidex 方法。该系统使用了四大类共 25 个指标来进行证券的选择，如风险因素、动量指标、基本面成长、股票估值等。该方法最初由布鲁斯·邦德开发并由罗伯特·塔尔（Robert Tull）等人进行改进，之后在美国股票交易所运行。这些数量化指数由美国股票交易所运行和维护，从而能够遵守美国证券交易委员会关于指数提供商与基金管理商必须分离的规定。2008 年，美国股票交易所与纽约股票交易所合并。

布鲁斯·邦德推出数量化 ETF 的时机恰到好处。ETF 行业已经准备好了一次新的发展，而数量化指数就是这次新的发展。截至 2006 年，PowerShare 基金吸引了超过 10 亿美元的资产。PowerShares 的巨大成功，使得景顺集团（Amvescap，PLC）花费数亿美元对其进行了收购。

PowerShares 所获得的不可思议的天价收购，使得没有涉足 ETF 行业的共同基金提供商停下来重新思考他们的未来。市场已经发生了巨大的改变。ETF 的发展速度超出了人们的预料。仍没有踏入 ETF 行业的传统共同基金公司将落后市场。另一方面，具有创新思路的新 ETF 公司则有机会抢占市场份额。

**新型 ETF 登台亮相** 商品市场已经存在了千百年，同时商品价格指数可以追溯到数千年前。某些时候会出现连续数年的商品牛市。当这种商品牛市出现时，将吸引大量投资者的注意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



21 世纪头 10 年的中期是商品的大牛市。石油价格在 2008 年夏季一度上涨至 150 美元/桶，黄金价格也上涨到 1 000 美元/盎司。商品大牛市立刻吸引了个人以及机构投资者的注意，并且推动 ETF 公司采取行动。新的 ETF 基金创立，用来跟踪石油、黄金和白银的价格。还有一批新创立的 ETF 基金，被用来跟踪各种商品指数，如标准普尔 GSCI 商品指数、道琼斯 AIG 商品指数。

货币型 ETF 的出现是在 2005 年，Rydex 公司推出了名为 CurrencyShares 的 ETF 基金。这种 ETF 是欧元信托产品（代码：FXE），当欧元相对美元走强时其价值上升，而当欧元相对美元走弱时其价值下跌。2006 ~ 2007 年，Rydex 公司继续推出了其他货币型 ETF。随后，巴克莱银行也发行 iPath ETN 加入了货币 ETF 的行列。iPath ETN 是一个创新型的产品，可以将普通收益转化为长期资本收益。

图 1.2 显示了自从 1993 年 SPDR 诞生以来每年新发行的 ETF 数量。ETF 发行量的激增始于 2002 年，在 2007 和 2008 年的增长达到了惊人的数量。2009 年中期，有近 400 只 ETF 在美国证券交易委员会排队等候批准上市。

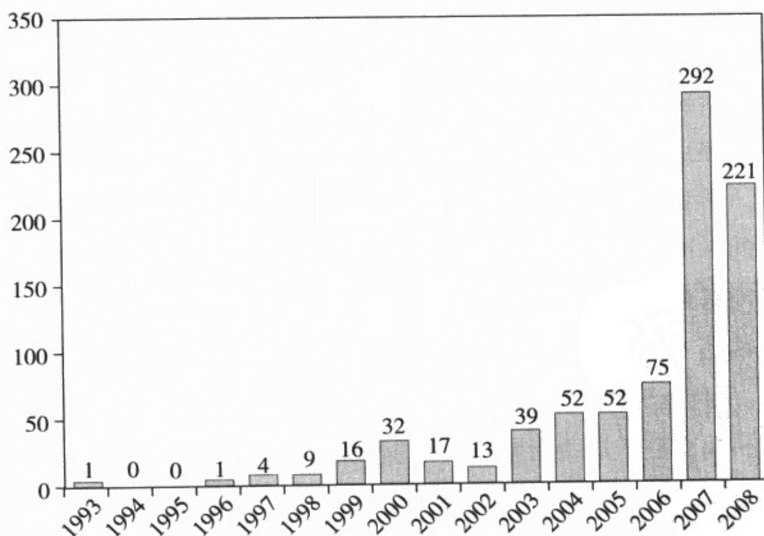



**图 1.2　每年新发行的 ETF 数量**

资料来源：Strategic Insight and Investment Company Institute.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们没有理由认为ETF的新增速度会在未来几年内放慢，特别是在主动型ETF崭露头角的情况下（见第五章）。晨星公司的报告显示，目前市场上有超过6 000只开放式基金，而且这些基金中的几只拥有多样化的股份类别。如果这巨大的开放式基金市场也暗示了ETF的前景，那么未来ETF行业仍然会有很多年的迅速发展。

## ETF的未来

ETF市场如此快速地发展着，今日的独特创新相对于未来大胆的创新而有可能黯然失色。ETF的创立者有多少的想象力与天赋，新的ETF就有多大的成长空间。以下是一些ETF的发展方向：

- 退休基金投资通常是不了解市场的普通大众所面临的难题。生命周期基金为这些人提供了一种进行多样化投资的简单方法。生命周期指数及其对应的ETF，可以随着投资者逐渐接近退休年龄而逐渐转为更安全的投资组合类型。
- 具有价格优势的对冲基金ETF正在大踏步进入ETF行业。对冲基金是一个热点话题，并且对冲基金的投资机会也在逐渐向个人投资者开放。学者们运用期货、期权等广泛交易的金融衍生品，成功模拟了复杂的对冲基金操作策略。ETF公司可以使用这些工具来制定更完善的对冲基金策略，并向普通大众提供投资机会。
- 你准备买卖住房吗？跟踪住房市场的住房价格ETF可能很快就要出现。目前已经有指数在跟踪住房市场，并且有基于这些数据的金融衍生品在交易。这些指数可以根据地理位置和住房类型进行细分，例如迈阿密的公寓或凤凰城的独栋住宅。基于这些指数的ETF产品，可以让准备购买房屋的人对冲未来房价上涨的风险，也可以让已购入房产的人对冲未来房价下跌的风险。
- 你担心大学学费的上涨吗？可能有新推出的ETF能让你对冲大学学费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的上涨，并锁定当前的大学学费。想象一下：有生活用品 ETF 可以对冲食品价格的上升风险；有药品 ETF 可以利用药品价格的上升而获利；有社会医疗保障 ETF 可以对冲医疗保障福利的下降；有航空 ETF 可以对冲未来机票价格的上涨。

上述想法中有的可能看上去还比较遥远，但它们都是可能实现的。一只 ETF 基金的创立只需要满足下面的 4 个条件：

1. 有一只所跟踪的指数。
2. 具有流动性并且可交易的成份证券来构成 ETF。
3. 成功通过美国证券交易委员会的注册与审核。
4. 有市场参与者。

这 4 个前提条件中最费时的是通过美国证券交易委员会的审查。有时候，现有的法规需要进行一定的改变以适应创新性的产品，而这可能耗费许多个月的时间。表 1.2 显示了 3 种 ETF 结构在美国证券交易委员会注册所花费的时间。美国证券交易委员会用了 28 个月才通过了对 SPDR 的审查。然而，在市场监管者研究并通过 SPDR 后，接下来使用 UIT 结构的其他 ETF 能够很迅速地得到批准并上市。只要是美国证券交易委员会了解过的事物，便容易很多。表 1.2 还列出了 3 种 ETF 结构通过美国证券交易委员会审查的其他更详细情况。

**表 1.2 美国证券交易委员会审核新 ETF 结构的时间**

| 产品 | 代码 | 结构 | 申请年份 | 审核时间（单位：月） |
|---|---|---|---|---|
| SPDR 标准普尔 500 | SPY | UIT | 1990 | 28 |
| Country Baskets (WEBS)* | Various | 《1940 年投资公司法》 | 1994 | 19 |
| Diamonds | DIA | UIT | 1997 | 6 |
| 纳斯达克 -100 Tracking Stock** | QQQQ | UIT | 1998 | 6 |
| Barclays Shares | Various | 《1940 年投资公司法》 | 1999 | 12 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| 产　品 | 代　码 | 结　构 | 申请年份 | 审核时间（单位：月） |
|---|---|---|---|---|
| 先锋 ETF | Various | 《1940 年投资公司法》 | 2000 | 6 |
| streetTRACKS Gold | GLD | 《1933 年证券法》 | 2003 | 18 |
| 安硕 GSCI 商品 | GSG | 《1933 年证券法》 | 2005 | 13 |

*　目前是安硕。

* *　目前是 PowerShares QQQ。

资料来源：美国证券交易委员会。

为什么政府需要花费这么长的时间来审查通过一只基金？这是因为美国证券交易委员会的责任是避免公众投资者的利益受到不公正投资方式的侵害。这也是为什么新发行的证券必须满足一定的标准并且要达到一定程度的信息披露水平。市场监管者需要花费时间彻底地了解新的金融产品。另外，美国证券交易委员会也需要咨询其他政府相关部门的意见。

**主动管理型 ETF 的未来**　下一个将快速发展的 ETF 产品，将可能是主动管理型 ETF。主动管理型 ETF 并不需要跟踪某只指数，它可以由基金经理主观地选取证券并进行投资。有几家公司已经发行了采取主动管理策略的 ETF 基金，我们预测将有更多的公司会参与进来。

主动投资管理是大多数共同基金公司的实践方式，该方式覆盖了市场上 90% 的开放式基金。开放式基金公司花费了多年的时间和数百万美元来劝人们不要投资指数型基金。所以，很多采取主动投资策略的基金公司难以转变身份发行跟踪指数的 ETF 产品。然而，发行主动管理型 ETF 却不存在这样的问题。

虽然基金行业迫切希望发行主动管理型 ETF，但是美国证券交易委员会却迟迟没有批准一种真正的主动管理型的 ETF 结构。市场监管者解释，他们在新产品如何处理持仓披露和产品定价等具体问题方面仍然存在一些疑问。根据目前的法规，ETF 经理必须每天向公众披露基金中持有的证券及相应的权重。传统的主动型开放式基金则通常是数周或数月才公布一次基金持仓情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



况。使用 ETF 结构来进行主动型投资可能为主动管理型 ETF 带来巨大的不利，因为基金经理的交易策略将完全暴露给市场竞争对手，并有可能被对手利用。

无论如何，一些公司还是成功推出了主动管理型 ETF，并适时地向市场披露基金持仓情况。这些公司声称，基金的这种透明性并不会损害基金投资者的利益。尽管一些公司正持续向美国证券交易委员会申请发行每日披露持仓情况的主动管理型 ETF，但关于主动管理型 ETF 是否可以有所变通的讨论与评审仍在进行。本书第五章将提供关于处在萌芽期的主动管理型 ETF 市场的更多信息。

## 小 结

ETF 基金是一种革命性的投资产品，对华尔街以及小镇大街都产生了巨大冲击。ETF 基金既有股票的特征，又有开放式基金的特征，ETF 投资者可以在股票市场上购买到专业化管理的资产组合的股份。每只 ETF 基金都根据其所跟踪的指数得到不同的管理。像股票一样，ETF 基金允许投资者在股票市场开市期间随时买入或卖出 ETF 股份。像开放式基金一样，ETF 基金也提供了专业化管理的多样化的投资组合。

尽管 ETF 在前几年已经历了前所未有的发展，但 ETF 市场仍然在持续演进。每年 ETF 市场的广度和深度都在扩展。目前，已有超过 700 只 ETF 基金在美国市场上交易，管理着超过 5 000 亿美元的资产。如果 ETF 保持目前的发行速度，到 2010 年，美国市场上将有超过 1 000 只的 ETF 基金。ETF 市场是一个令人激动的领域，并且它的演进才刚刚开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第二章

# 解读 ETF 基金

ETF 可以像股票一样在交易所进行交易。与股票不同的是，ETF 的股份总数可以每天发生变化，这是由于 ETF 在不断地发行新股或赎回旧股。ETF 公司持续发行或赎回旧股的能力，使得 ETF 的股份价格与 ETF 的成份证券价值趋于一致。一种套利机制保证了 ETF 股份价格与 ETF 成份证券的资产净值不会有较大的差别。

本章内容涵盖了 ETF 背后的运作和管理过程，以及使 ETF 市场有效运行的重要市场参与者。本章内容也涵盖了 ETF 股份的发行与赎回过程，股份在交易所的交易过程以及 ETF 行业所使用的产品标志符号。本章浓缩了大量有用信息。

## 像基金一样运行却像股票一样交易

假设你准备购买标准普尔 500 指数基金。市场上有多种基金在跟踪标准普尔 500 指数的收益，包括开放式基金和 ETF。你最后将备选项缩小到了两只产品：作为开放式基金的先锋 500 Admiral 股票指数（Vanguard 500 Index Admiral Shares，代码：VFIAX）和作为 ETF 的安硕标准普尔 500 ETF（IVV）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这两只基金有哪些相同点和不同点呢？

跟踪同一只指数的传统开放式基金和 ETF，两者的相同点多于不同点。两只备选基金都发行代表基金所有权的股份；两只基金都持有标准普尔 500 指数的成份股；投资者买入基金的手续费用都是 0.09%；两只基金都可以在每个交易日在股票交易所进行买卖。而且，对投资者最实际的是，两只基金的期望收益是相同的。那么，它们的区别是什么呢？

第一个最重要的区别是投资者如何获取基金股份。VFIAX 是开放式基金，基金股份的买卖是直接在管理该基金的公司进行。IVV 则是在股票交易所进行交易，股份是由一些投资者买入另外一些投资者卖出的股份。IVV 的个人投资者并不直接从基金公司买入 ETF 或向基金公司卖出 ETF。

当你买入开放式基金 VFIAX 的股份时，资金将由你或你的经纪公司直接打入基金公司。先锋公司并不收取佣金，但当你通过经纪公司买入基金股份时，经纪公司会收取一定的佣金。无论是否通过经纪公司买入，基金公司都是收到现金并发行新的开放式基金股份，而且这种操作是在每个交易日的收盘后进行。

如果你直接从先锋公司买入 VFIAX 基金股份，这些股份将存放在先锋公司为你开设的账户中。你将定期从先锋公司收到基金报告和税务信息。如果你是通过经纪公司购买 VFIAX，那么你买入的股份也同样存放在先锋公司，不同的是存放在经纪公司的集体账户中。你也将定期收到基金报告和税务信息，只不过是由经纪公司发送给你而不是先锋公司。

买入 ETF 股份则需要通过股票交易所的经纪公司。你买入的 ETF 股份总是大额股份中的一部分。基金公司并不会因为你的买入而创造新的股份。就像买入的股票，你买入的股份是已经存在于公开市场的。只有签约交易商，被允许同基金公司直接买卖 ETF。下文我们将讨论签约交易商的重要性。

ETF 的这种交易所交易机制对 ETF 的营销产生了一个重大影响。尽管某些 ETF 产品就是以开放式共同基金注册的，但 ETF 基金公司向美国证券交易委员会允诺不会在广告中将自己的产品宣传为共同基金。美国证券交易委员会的这项规定是因为 ETF 投资者并不直接同基金公司打交道，因此 ETF 产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也不应该在任何宣传材料中被称为共同基金。于是根据这项法规的字面解释，可以有共同基金也可以有 ETF，但是两个名称不能同时出现在同一句话中。但在本书中我并不如此严格执行这个规定。

既然个人投资者不能从基金公司购买股份，那么他们买入的股份是从什么地方产生的呢？签约交易商可以直接同基金公司进行交易，并且其每次可买入 ETF 股份的最小单位成为一个"发行单位"。ETF 个人投资者手中的股份都来源自签约交易商手中的某个"发行单位"。事实上，ETF 个人投资者手中的股份都是第三方所拥有大额股份中的一小部分。这个独特之处非常重要，它不仅提高了 ETF 的运行效率也降低了 ETF 的管理成本。本章后面将更详细介绍"发行单位"。

开放式基金与 ETF 的第二个重要不同，是它们股份的定价方式。开放式基金根据每个交易日收盘后的资产净值进行定价，而 ETF 股份在股票市场开市的全天都在持续地进行定价，而且 ETF 股份的市场价格很少与其每股日内价值。这里所说的每股日内价值相当于资产净值。

基金资产净值的主要决定因素是基金成份证券的当前市场价格。一只基金也可能同时持有现金、其他资产以及债务。从基金的总资产中扣除负债，得到总的净资产，之后除以发行在外的股份总数，从而得到每股净资产。计算开放式基金或 ETF 每股净资产的过程完全一样，所使用的公式如下：

$$\frac{\text{基金资产总额}}{\text{发行在外的股份总数}} = \text{每股净资产（NAV）}$$

先锋公司在每天下午股市收盘后计算其旗下每只开放式基金的净资产总值，然后除以每只基金的发行在外的股份总数，得到每只基金的每股净资产。先锋公司于每天东部时间下午 5 点发布资产净值。资产净值是开放式基金投资者在新股买入或者旧股赎回时的每股价格。开放式基金在每日收盘前并没有日内的资产净值计算，也没有日内的股份交易。

ETF 的日内持续定价与开放式基金的收盘后定价有很大的不同，这使得 ETF 投资者可以在日内持续进行交易。ETF 投资者在股票交易所根据 ETF 股份当时的市场价格从其他投资者手中购买 ETF 股份。ETF 的日内价值每 15 秒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



钟计算更新一次，但 ETF 的每股净资产仍然像开放式基金一样是每天在收盘后计算更新一次。

ETF 的日内价值是投资者和签约交易商进行 ETF 股份交易时的价格依据。日内价值并不是一个绝对准确的数值。因为 ETF 成份股的报价可能有延迟，有的成份股可能涨停或短期停盘。投资于海外证券的 ETF 所计算的日内价值常常不是资产净值的真实反映，因为当其在美国市场进行交易并计算日内价值时，海外市场由于时差还处在休市时间。

由于日内价值只是资产净值的一个估计值，通常情况下，ETF 的交易价格相对于 ETF 的日内价值有一定的溢价或折价，如后面的公式所示。目前有好几种理论可以解释 ETF 的溢价或折价。首先，ETF 的交易价格相比当时的日内价值，是对资产净值的更好估计；其次，ETF 因为其成份股流动性的问题，其市场价值相对其资产净值应该有一定的溢价或折价。尽管在大多数时间 ETF 交易价格接近其日内价值，但 ETF 的交易价格仍是独立于日内价值的。

ETF 市场价格折价/溢价公式：

$$\frac{\text{市场价格}-\text{日内价值}}{\text{日内价值}}=\begin{matrix}\text{折价或溢价}\\ \text{（折价}<0\text{，溢价}>0\text{）}\end{matrix}$$

例如：

$$\frac{112.11\text{ 美元}-111.00\text{ 美元}}{111.00\text{ 美元}}=1.0\%\ \text{（溢价）}$$

开放式基金与 ETF 的第三个重要的不同是其交易的交收时间。开放式基金的交收期限是 1 天，而 ETF 的交收期限是 3 天。

如果你从先锋公司买卖 VFIAX 的股份，那么你的账号将在第二个交易日完成交收。如果你是买入股份，那么在次日买入股份的资金必须支付给先锋，否则就是拖欠债务的行为。当你卖出股份时，所获的资金也是在第二日到账公司。

购买 ETF 有 3 天的交收期限。如果星期一你从经纪商那里购买了 IVV 的股份，那么你必须在周四前将资金打入经纪商的账户。于是，相对于购买开放式基金，购买 ETF 多出两天的支付时间。同样地，当卖出 ETF 股份时，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



相对地延迟两天获得现金。

上面讨论了 ETF 和开放式基金交付时间的差异，因为有的人在同一天卖出 ETF 并买入开放式基金时可能会遇到麻烦。交付期的差异可能导致你的账户有两天时间出现欠款（因为卖出 ETF 的钱 3 天后才到账，而买入开放式基金的钱必须 1 天后就支付）。经纪公司并不允许投资者延迟付款，并且大多数经纪商在欠款的这两天时间，将对购买开放式基金的欠款收取利息。如果你的经纪账户出现了这种情况，很可能你会收到经纪公司发的欠款通知，并告知你该账户将在一定时间内被限制交易。被限制交易的账户必须打入充足的现金，否则经纪商将拒绝执行买入证券的指令。

开放式基金与 ETF 基金的第四个区别不是很重要，但却能丰富你的知识，可能让你谈吐不俗。这个区别是两种基金的代码所包含的字母数量不同。一只证券的代码并不是一个简单的市场标志，该符号也描述了基金的类型及其价格被发布的场所。

根据 VFIAX 的字符组成，你可以判断出先锋 500 指数基金是一只开放式基金。开放式基金的代码总是由 5 个字母组成（不包含数字），并且最后一个字母总是 X。基金代码由 5 个字母组成且最后一个字母是 X，意味着该基金的报价会出现在报纸的共同基金版面。

你可以根据代码判断出安硕标准普尔 500（IVV）是一只 ETF 基金，因为 ETF 基金的代码通常由 3 个字母组成。某证券若有 1 ~ 3 个标识符，表示该证券在纽约股票交易所（NYSE）或美国股票交易所（AMEX）进行交易。在极少数情况下，ETF 基金的代码包含 4 个字母，例如 QQQQ 代表了 PowerShares QQQ 基金。4 个字母代表了该证券在纳斯达克交易所（NASDAQ）进行柜台交易。ETF 基金的报价出现在报纸的股票版面或专门的交易所交易产品版面。ETF 基金的代码一般不会含有 5 个字母并以 X 结尾。

以下是开放式基金与 ETF 基金的 4 种区别：

1. 投资者买入或卖出开放式基金股份的交易对象都是基金公司，而 ETF 股份则是在投资者之间相互买卖。个人投资者的 ETF 股份，都是签约交易商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所拥有的某个 ETF 发行单元中的一部分。

2. 开放式基金每天只在交易所收盘后计算一次资产净值，股份的买卖都依据该资产净值进行；而 ETF 在交易所开市期间每 15 秒钟计算一次“日内价值”。该日内价值并不是 ETF 股份的交易价格。ETF 的交易价格决定于在进行交易的时间，市场上对该 ETF 股份的供需关系。

3. 开放式基金的交收时间是交易后的第一个交易日，而 ETF 的交收时间是交易后的第三个交易日。当卖出 ETF 并买入开放式基金时，必须小心可能由于两者交收期的不同而产生欠款。

4. 开放式基金的标志总是包含 5 个字母并以 X 结尾；而 ETF 的标志通常是包含 3 个字母，在少数情况下有 4 个字母，并且不同的字母数表明其属于不同的交易所。

## 封闭式基金的难题

第一章介绍了共同基金的简要历史，并提到了封闭式基金（closed-end fund，CEF）作为市场风险对冲工具所存在的问题。CEF 和 ETF 都在股票交易所进行交易，其交易价格都独立于其成份证券。但与 ETF 不同的是，CEF 的交易价格常常会相对于其资产净值有持续大幅的差异。

CEF 价格会相对其资产净值有大幅的溢价或折价，是因为基金公司无法改变市场上基金股份的数量。CEF 的股份数量在其发行的第一天就确定了，而且发行在外的股份数量就保持不变了。CEF 只有在获得美国证券交易委员会和股份持有者表决通过后才有权变更股份的数量，而且这非常费时并成本高昂。

由于 CEF 发行在外股份数量固定，而且股份的价格由市场供需决定，所以这些股份的价格常常大幅偏离基金成份股的价值。令人吃惊的是，CEF 的溢价或折价可能持续多年的时间，这期间也没有办法将 CEF 的价格向其资产净值拉近。

如果允许修改证券法的话，CEF 价格与其资产净值间的偏差问题可以轻易解决。只要允许基金经理根据市场需求增加或减少基金股份，那么大幅的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



溢价或折价将立即消失。基金经理们只需在出现溢价时发行更多 CEF 股份，在出现折价时赎回 CEF 股份。

例如，当 CEF 出现溢价时，基金经理可以创造更多的 CEF 股份并向市场卖出。销售这些新 CEF 股份的收入将用来购买基金的成份证券，并构成基金股份。卖出 CEF 股份并买入 CEF 成份证券，将使这两者的价值相互接近。这种套利操作可以持续进行，直至 CEF 股份价格与其资产净值接近到套利操作无利可图的程度。

为什么美国证券交易委员会不允许基金经理进行套利操作来消除 CEF 的折价与溢价呢？我们可以回忆一下第一章中提到过美国证券交易委员会的职责是保护大众投资者的利益。美国证券交易委员会的担心是封闭式基金公司可能会利用发行与赎回股份的权力，操纵基金价格以获取私利。因为通过减少折价或溢价来控制市场价格，对基金公司是有很大诱惑力的。

我们很容易理解美国证券交易委员会的担心，共同基金行业在过去几十年间揭发的大量丑闻以及多家名噪一时的公司及其管理人员曾卷入的一系列违法事件。多个公共基金经理被处以大额罚款、禁止从业、甚至送入监狱。

## ETF 如何解决麻烦

ETF 基金可以避免封闭式基金无法克服的持续折价或溢价的难题，因为 ETF 的最初实践者从一开始就向美国证券交易委员会提出申请，要求 ETF 经理可以在日内根据市场需求发行或赎回股份。为了避免内部交易，将由第三方进行套利交易并监视新发行 ETF 股份的流向。第三方也决定了什么时候发行新 ETF 股份，什么时候赎回旧 ETF 股份。

ETF 发行与赎回过程中的第三方被称为签约交易商。签约交易商包括知名做市商（market maker），例如高盛（Goldman Sachs）、美邦（Smith Barney）、美林证券，以及华尔街外部人士极少闻及的专家公司。在 ETF 的发行与赎回过程中引入专业公司与做市商，使套利交易的获利从基金公司转到了签约交易商。由于每只 ETF 基金有多个签约交易商，他们之间的竞争将会减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



少交易舞弊和保证交易的高透明度，从而使套利交易的获利也保持合理。

政府部门对市场的各个层次进行监视，包括通过存管信托及结算公司（Depository Trust Clearing Corporation，DTC）监视每只股票和 ETF 基金的日常交易。DTC 是记录证券交易的美国政府代理机构。DTC 记录所有交易所交易证券的交易信息，其中包括 ETF 基金。

### *ETF 股份发行与赎回*

一只 ETF 基金的发行与赎回过程始于投资公司决定投资发起一只新基金。首先，这家投资公司必须记录该基金的投资目标，并向美国证券交易委员会提交申请书。申请书中的法定信息包括基金手续费、目标、风险、标志和责任。这些信息将最终使用于基金的公开说明书和附加信息揭露。最重要的是，申请书中还包括基金投资者将承担的管理费用。

ETF 基金都跟踪某个指数，唯一例外的是刚出现不久的主动管理型 ETF 基金（见第五章）。大多数 ETF 公司所使用的指数来源于外部的指数提供商，如标准普尔、法兰克罗素公司（Frank Russell & Company）、道琼斯（Dow Jones）和摩根士丹利国际公司（Morgan Stanley Capital International）。除了这些大公司外，还有几十家小的指数提供商在提供一些特殊的指数。一只指数可以只包含一样东西，例如一盎司黄金的价格或者一桶石油的价格。

一只作为市场基准的指数有着清晰明确的过程来确定其成分以及各成分的权重。一只指数的管理方法必须具有一致性，指数的价格必须能实时发布。指数提供商通过向 ETF 公司收取指数使用授权费而获利。指数授权费是 ETF 运行成本的一个组成部分，但是实际支付的指数授权费是不公开的。这些费用通常基于 ETF 所管理资产的一定比例来收取。例如，标准普尔公司可能为标准普尔 500 指数的使用而收取 0.02% 的授权费，一个特种指数如 Intellidex 可能会收取 0.08% 的授权费。

ETF 公司降低成本的一个方法是自己创建指数，这样就可节省支付给第三方的指数授权费。但是美国证券交易委员会要求自主开发指数的 ETF 公司必须雇用外部的管理公司来管理 ETF，这就又增加了成本。智慧树投资公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为公司 ETF 基金所跟踪的指数建立了指数研发部门，为了遵循美国证券交易委员会的规定，该公司雇用了纽约银行来管理智慧树 ETF。

借出证券是大型投资公司从 ETF 获利的一种途径。例如美国道富、美国先锋公司和巴克莱全球投资公司都为他们的投资者管理了数额巨大的股票。这些股票可以在 ETF 的发行过程中借给签约交易商，在股票借出期内，投资公司可以获得一定的利息收入。

在 ETF 管理中，一个不起眼却重要的角色是托管银行。托管银行是基金成份证券的实际持有人，是处理并记录每只 ETF 成份证券进出的实际主体。当基金公司进行证券交易后，托管银行将再次检查证券的类型与数量，以保证交易的正确性。托管银行通常根据该基金管理的资金规模而收取少量的费用。

ETF 发行与赎回过程中的下一个参与者——签约交易商是最重要的。签约交易商也通常被称为做市商或专家。一只基金将同多家独立的签约交易商公司签署授权协议。

当发行新的 ETF 股份时，这些中间人买入或借入一揽子基金成份股，并用这一揽子股票与一定的现金同 ETF 基金经理交换新的 ETF 股份。这些由签约交易商用于交换 ETF 股份的一揽子证券和现金，其资产净值必须等于基金前日收盘资产净值。由于前日收盘资产净值是已知的，这就防止了基金公司可能在股份的发行与赎回过程中的间接获利，从而符合了美国证券交易委员会禁止可能出现的滥用行为的管理目标。

签约交易商通过托管银行用一揽子股票与现金同 ETF 公司交换一个 ETF 发行单元。该发行单元是一大组 ETF 股份，数量通常超过 5 万股。一个 ETF 发行单元所含的具体股份数量由该 ETF 的种类决定。一些发行单元所包含的股份数量最低可达到每单元 2 万股。

当托管银行把一个 ETF 发行单位交给签约交易商后，签约交易商可有多种选择。他可以将该单元存在公司账户，可以同其他签约交易商进行交易，也可以将该单元分解为单个 ETF 股份。这些分解后的单个股份可以在公开市场上由个人投资者买卖。图 2.1 描述了在 ETF 股份发行过程中，股份从基金公司转入签约交易商手中，进入交易所，并最终到达个人投资者手中的过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



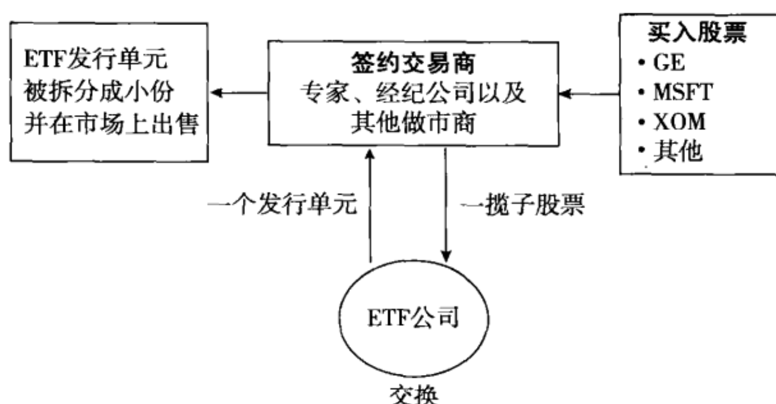



**图 2.1　ETF 股份发行过程**

当签约交易商赎回一个发行单元时，会出现一个相反的流程。签约交易商从公开市场上买入 ETF 股份并组成一个发行单元。根据该发行单元的资产净值，签约交易商用该发行单元同 ETF 公司交换回一揽子股票和现金。图 2.2 显示了基金股份的赎回过程：股份从个人投资者手中进入交易所，然后流向签约交易商，最终到达基金公司。

ETF 公司在每次发行或赎回一个发行单元时，将向签约交易商收取少量的费用，每个发行单元大约 1 000 美元，并根据基金公司而不同。相对于一个发行单元的价值（通常数百万美元），这部分费用显得微不足道。

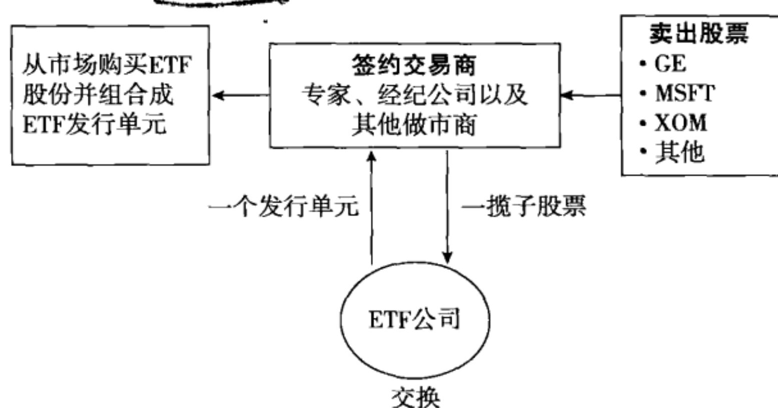



**图 2.2　ETF 股份赎回过程**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



**每日的证券组合构成说明** 签约交易商在用一揽子证券交换 ETF 发行单元时，如何知道篮子中应该包含哪些证券呢？每天傍晚市场收盘后，基金的资产净值就确定了，随后 ETF 公司发布一份“证券组合构成说明”（Portfolio Composition File，PCF）。PCF 详细说明了用于交换 ETF 发行单元的证券篮子中所需包含的证券名称、证券数量以及现金数量。现金也是篮子中的一个必要成分，其常常代表未分配的成份证券的累积分红或者部分无法在市场上买入的证券的价值。

及时准确地发布 PCF，是保证 ETF 市场顺利运行的关键因素。ETF 管理人员必须确保 PCF 被提交到国际证券清算公司（National Securities Clearing Corporation，NSCC）。NSCC 随后将 PCF 归档并在第二天开市前发送给所有签约交易商。

当 ETF 所跟踪的指数构成发生变化时，基金公司将通知所有的签约交易商。签约交易商需对其持有 ETF 发行单元所对应的证券篮子进行相应的更改。当标准普尔公司替换标准普尔 500 指数中的一个成份股时，持有标准普尔存托凭证发行单元的签约交易商将接到相应通知。之后，签约交易商通过托管银行向基金公司提交新计入标准普尔 500 指数的那只证券的股份，另一方面托管银行也把从标准普尔 500 指数中被排除的证券的股份交给签约交易商。这种调换操作使所有的发行单元与 ETF 的最新状态保持一致。

当你第一次接触和研究 ETF 的发行、赎回和管理过程时，可能觉得它挺复杂。事实上这个过程是一个非常有效率的套利机制。签约交易商在开市期间只要轻轻敲打几下键盘并给交易柜台打个电话，就可以发行或赎回 ETF 发行单元。交易的其余部分也都是自动化的。ETF 股份的发行与赎回必须高效、迅速，因为只有这样签约交易商才有可能通过套利交易获利。大量的套利交易可以为签约交易商累积巨额的盈利。这个过程也帮助了个人投资者，因为它使 ETF 的价格同资产净值保持一致。

**发行与赎回中的套利** ETF 与签约交易商是一个封闭的团体。只有他们有权同基金公司交易、发行创造或赎回 ETF 股份。每只 ETF 都拥有足够数量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的签约交易商，以保证形成市场竞争，并使股份价格与资产净值间仅存在微小差异。只要 ETF 的交易价格存在溢价或折价，签约交易商就有办法从中获利。

如果 ETF 股份相对其日内价格出现溢价，签约交易商就可以买入该基金的成份证券，根据 PCF 补入一定的现金，组成一揽子的证券与现金，并同基金公司交换一个 ETF 发行单元。之后，签约交易商会以高于制造一揽子证券与现金成本的市场价格出售这个发行单元。这样签约交易商就获得了无风险的收益。套利交易可以持续进行，直至 ETF 市场价格同其资产净值间差异微小，签约交易商没有获利空间。

如果 ETF 股份相对其日内价值出现折价，那么签约交易商就可以卖空基金的成份证券。另一方面签约交易商买入或借入 ETF 股份以凑足一个发行单元，并用这个发行单元同 ETF 公司换回一揽子证券与现金。这些换回的证券就可以补回先前的空头仓位。于是，签约交易商赚取了无风险收益，并且可以重复该交易直至没有获利空间。表 2.1 是几种投资工具的对比情况。

**表 2.1 对比几种投资工具**

| | ETF | 普通股票 | 开放式基金 | 封闭式基金 |
|---|---|---|---|---|
| 日内交易 | 是 | 是 | 否 | 是 |
| 投资组合透明度高 | 是 | 是 | 否 | 否 |
| 税负优势 | 是 | 是 | 有可能 | 有可能 |
| 分散化投资 | 是 | 否 | 是 | 是 |
| 低成本 | 是 | 有可能 | 有可能 | 否 |
| 专业化管理 | 是 | 否 | 是 | 是 |
| 满仓投资 | 是 | 是 | 否 | 否 |

允许套利交易是 ETF 基金与封闭式基金根本性的不同。一只封闭式基金与 ETF 非常相近——它发行代表一揽子证券的基金股份，并且该股份可以像股票一样在交易所交易。但是，封闭式基金在发行完成后不允许变更发行在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



外的股份数量，于是基金股份价格常常大幅偏离资产净值。

**让 ETF 股份到达公众手中** 与传统的开放式基金不同，个人投资者与基金公司没有直接联系。只有签约交易商才能直接同基金公司交易并提供在股票交易所进行交易的 ETF 股份。于是，个人投资者拥有的 ETF 股份会记录在其他投资者的账簿中。这是没有风险的，因为签约交易商的股份也记录在基金公司的账簿中。

作为个人投资者，所有的 ETF 交易都必须通过经纪公司进行。当买入 ETF 股份时，你需要联系一家经纪公司从股票交易所买入相应的股份。通过经纪公司进行交易时，也需要支付一定的手续费。大多数 ETF 都在美国证券交易所进行交易，但是越来越多的 ETF 开始在纽约证券交易所和纳斯达克交易所进行交易。在美国股票交易所和纽约股票交易所进行交易的 ETF 都有 3 个字母的标识符，而在纳斯达克交易所进行交易的 ETF 有 4 个字母的标识符。

### *ETF 股份的定价和成分*

报纸上发布的 ETF 价格是前一个交易日的收盘价格，即前一交易日最后一笔交易的价格。这个价格并没有告诉我们，该交易是主动买入还是卖出。

就像股票，ETF 总有两个价格：卖出报价和买入报价。你所得到的价格取决于买入还是卖出股份。买卖价差是卖出报价与买入报价间的差异。几个美分的微小买卖价差意味着 ETF 的交易价格接近其日内价值，这通常出现在前 50 只交易最活跃的 ETF。当市场存在不确定性或成份证券流动性较差时，ETF 的买卖价差可能变大。例如，当某国际市场收盘时，投资于该国际市场股票的 ETF 相对于投资美国股票的 ETF，买卖价差更大。

你或许会感兴趣。股票交易所提供的几个不同的 ETF 指标报价与数据。最好是通过一个例子。说明从交易所可以获取什么样的信息。表 2.2 列出了 SPDR 标准普尔 500 的各类数据及相应的代码。别担心自己不能完全理解这些指标，因为它们中的大多数仅与签约交易商、托管银行和基金经理等 ETF 运作方有关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 2.2 SPDR 标准普尔 500 公开信息

| SPDR 标准普尔 500 信息种类 | 更新频率 | 代 码 | 单 位 |
| --- | --- | --- | --- |
| ETF 市场价格 | 连续 | SPY | 每股 |
| 日内参考价值 | 15 秒 | SXV | 每股 |
| 资产净值 | 前一天 | SXV. NV | 每股 |
| 发行在外的股份 | 前一天 | SXV. SO | 全体股份 |
| 每股累计分红 | 前一天 | SXV. DV | 每股 |
| 现金量估计 | 前一天 | SXV. EU | 每发行单元 |
| 现金总量需求 | 前一天 | SXV. TC | 每发行单元 |
| 指数值 | 连续 | SPX | 整个指数 |

下面的几个方面将帮助你了解交易所提供的所有 ETF 基金的指标和数据：

1. ETF 市场价格，即投资者从交易所买入或卖出 ETF 股份的价格。市场价格有两个部分：买入报价和卖出报价。买入报价是交易者提出的一次购买最少 100 股的价格，卖出报价是交易者提出的一次最少卖出 100 股的价格。买入报价与卖出报价间的差异叫做买卖价差。

一些 ETF 的买卖价差可能一直高于另外一些 ETF。这是因为 ETF 成份证券的不同。ETF 的买卖价差反映了该 ETF 成份证券买卖价差的综合效应。标准普尔 500 ETF 的买卖价差只有几美分，因为标准普尔 500 指数成份股都是高流动性的股票。相反地，投资于新兴市场股票市场的 ETF 具有更高的买卖价差，由于时差原因新兴市场在美国证券交易所开市期间休市，而且高价差也反映做市场承担了更多的风险。

签约交易商们不会错过任何可以获取无风险利润的机会。只要 ETF 的买卖价差超过合理范围，签约交易商就可能进行套利交易。于是，ETF 的买卖价差通常接近该 ETF 在当时能达到的最低价差。当市场波动加大时，成份证券的买卖价差变大，引起 ETF 的买卖价差也相应地增大。买卖价差的不一致蕴含着套利交易的机会。股票交易所跟踪 ETF 的买卖价差，并且通过交易所和基金公司网站向公众免费发布这些信息。本书附录 B 提供了跟踪 ETF 买卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



差价的网站列表。

2. 日内参考价值（Intraday Indicative Value，IIV），即每只 ETF 都会发布的股份参考价值。日内参考价值通常在交易日开市期间每 15 秒钟更新一次，其计算是最近一次 ETF 发行或赎回过程中用于交换一个 ETF 发行单元的一揽子股票与现金的价值，平均到该 ETF 发行单元中的每一股份的数值。日内参考价值可以通过任何市场报价服务向公众发布。

日内参考价值的设计用意是让投资者意识到 ETF 股份价格同其对应的一揽子股票价值间的相互关系。日内参考价值在本书中也被称为日内价值，在 ETF 公开说明书和市场宣传材料等其他地方也有被称为隐含交易价值（Underlying Trading Value）或者最优投资组合参考价值（Indicative Optimized Portfolio Value）。

3. 资产净值（Net Asset Value，NAV），该数值是在前一交易日收盘时计算的，并同其他开放式采取同样的计算方式。该指标的计算是将基金的总资产减去负债得到总净资产，再平均到每个发行在外的股份而得到每股净资产。官方发布的资产净值一般是每股净资产。资产净值在每交易日的美国东部时间下午 4：00，由基金公司基于证券的收盘价计算。

4. 发行在外的股份（单位 1 000 股），该数值是在前一个交易日收盘时统计的 ETF 发行在外的，投资者拥有的股份。该数值用来计算资产净值。由于 ETF 在日内持续地发行和赎回，因此 ETF 发行在外的股份数量天都有所不同。

5. 每股累积分红，即每个 ETF 股份截至前一个交易日的累积分红。ETF 的成份股可能在任何一个交易日分红，但是 ETF 却只能每季度进行一次分红。因此这些累积的分红被蕴含在 ETF 股份价格和日内参考价值中，等待被分发。

6. 现金量估计（按当日每个发行单元计），该数值告诉签约交易商在该日进行 ETF 股份发行与赎回时，交换 ETF 发行单元大致所需的现金量。

7. 现金量总量需求（按前日每个发行单元计），该数值显示了前一日 ETF 发行或赎回过程中每个发行单元所需的现金总量，以确认交易是按资产净值进行。现金量总量需求确保了现有 ETF 股份在发行与赎回操作中没有被稀释。

8. 指数值，即 ETF 基金所跟踪股票、债券、商品或其他基准指数的指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



水平。以 SPY 基金为例，它跟踪的是标准普尔 500 指数。该指数不包含分红再投资。

虽然 ETF 有很多相关的价格指标、术语、名称缩写，但投资者只需关心卖出、买入报价以及日内参考价值。只要买卖价差在历史平均水平左右，并且日内参考价值同你的交易价格接近，那么交易价格就基本是合理的。

### 个人投资者和ETF交易

ETF 的买卖可以使用简单下单或是条件下单、止损止盈单等多种普通股票能使用的方式。ETF 股份也可以融资买入或是融券卖空。

普通股票卖空时必须高于当前价格一定数值 ETF 股份卖空时不受此规定限制。卖空操作是投资者借入股票并在交易所卖出，希望在将来股票价格下跌时以更低的价格买入。

股票卖空规定是为了防止投资者的卖空行为导致股票价格的下跌。该项规定并不适用于 ETF，因为卖空者并不能操纵 ETF 的价格。如前文所描述，ETF 的价格是由一揽子成份股票决定，当 ETF 价格偏离成份股价值时，签约交易商会进行套利交易并使 ETF 股份价格同其资产净值趋于一致。

## 小　结

ETF 股份可以像股票一样在交易所开市期间进行交易。由于可以不停地发行新股或赎回旧股，ETF 发行在外的股份可发生变化。签约交易商会跟踪 ETF 价格与其成份证券价值间的差异，并寻找无风险的套利机会。这种套利机制消除了在封闭式基金中出现的持续性的溢价或折价，并确保 ETF 的交易价格接近其日内参考价值。

ETF 的背后运作包含了很多要素，有时候比较令人迷惑。但是在所有这些参与者、过程、术语、标志和价格中，个人投资者只需关注两件事，即 ETF 的卖出或买入报价和日内参考价值。依据你准备买卖的 ETF，如果买卖价差在几美分内，那么这个价格很可能是合理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第三章

# 交易所交易产品的类别

ETF 基金像股票一样在股票交易所进行交易。但是我们并不能在《华尔街日报》的股票板块找到 ETF 的报价。ETF 的报价出现在《华尔街日报》“理财与投资”大板块下的专属板块，并且被贴切地赋予标题“交易所交易投资组合”。术语“交易所交易产品”（Exchange-Traded Product）被许多研究机构使用，并可以与“交易所交易投资组合”（Exchange-Traded Portfolio）相互替换。

这两个术语是有来由的，因为很多交易所交易证券看起来就像 ETF，被大多数人称为 ETF，但它们实际上不是 ETF 基金，而是 ETF 的可选替代品。

每种交易所交易产品既有相似又有不同。所有的交易所交易产品都在股票交易所进行交易。大多数产品都跟踪某只指数、某种货币或是某种商品的业绩。每种产品都通过相应的套利机制，使该产品股份的市场交易价格同其日内参考价值趋于一致。

各种交易所交易产品的不同之处在于遵循的法规与运作模式。每个交易所交易投资组合在推向公众前都必须获得美国证券交易委员会的批准。根据该产品在美国证券交易委员会的注册方式，不同的政府法规将对该产品的运作方式和报告内容作出规定。目前，有专门的法规规定证券被持有的方式，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分红累计和分发的方式以及相应的税负。

指数型 ETF 要求紧密跟踪某只指数的业绩。达到这个目标有很多种方法。一种方法是让基金完全复制该指数的成份股。第二种方法由基金经理使用复杂的抽样策略，从指数成份股中选择证券，并反映该指数的本质特征，从而可以紧密跟踪该指数的业绩。第三种方法是持有跟踪该指数的衍生金融产品（如期权），从而替代持有单个的指数成份证券。

本章介绍了 5 种交易所交易产品以其不同运作方式。理解它们的相似与相异之处后，你将对投资于这些产品有更好的准备。

## 交易所交易产品的世界

本章讨论了交易所交易投资组合的主要结构类型及其分支结构。这些结构间的差异可大可小。结构间的差异决定了每种交易所交易产品如何运作和上税、谁来监管、向谁报告什么样的金融信息，以及这些差异对产品收益可能造成的影响。

有 3 种主要的基金结构通常被称为 ETF。然而，其中只有一种结构是根据共同基金管理法规组织的。其他 ETF 基金的结构是依据股票与债券的管理法规而产生的。一些商品基金则是依据商品交易法规及相关税务规定而产生。

《1940 年投资公司法》规定了包含共同基金在内的投资公司运作方式。依据《1940 年投资公司法》组织的 ETF，从技术上说是一只共同基金。为了避免混淆，美国证券交易委员会要求基于《1940 年投资公司法》发行的 ETF 必须被称为 ETF 基金而不能使用开放式基金这个名称。

其他交易所交易投资组合都不是基金。它们是依据《1933 年证券法》注册为信托或票据的。该法也规定了股票和债券的发行。依据《1933 年证券法》建立的交易所交易投资组合可以像基金一样管理并像 ETF 一样交易，但是其受到监管和进行报告的方式都有所不同。依据《1993 年证券法》建立的交易所交易投资组合的结构，通常集中在一只或少数几只证券，不能满足《1940 年投资公司法》中分散投资的规定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 3.1 是交易所交易投资组合市场的流程图。该图可以帮助你在阅读后面章节时，方便地找到各种交易所交易结构在市场中的位置。

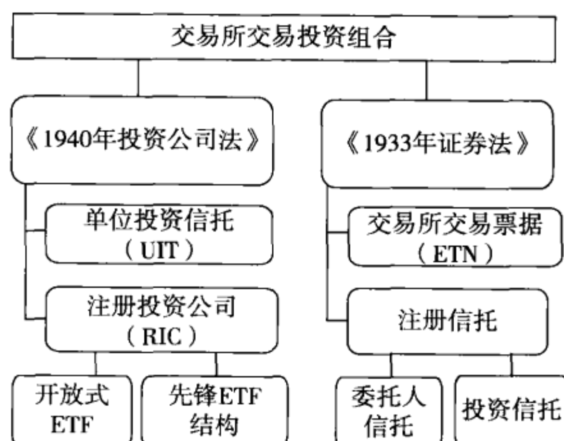



**图 3.1　交易所交易投资组合类型**

资料来源：Portfolio Sloutions，LLC.

为什么需要这么多种类的交易所交易投资组合呢？了解一些投资监管法规和投资产品的简短历史，有助于我们从适当的角度解释现有的多种交易所交易投资组合。每种投资组合结构的创立是都有其特殊目的的。一旦有根据新的结构发行的证券，该结构所对应的法规将持续发挥作用，保证没有任何该结构下的证券游离在法规之外。

## *政府发布的证券法*

第一只共同基金是 1924 年由曼彻斯特投资信托公司（Massachusetts Investment Trust Company）发行。个人投资者接受了专业化管理的投资组合、分散化投资以及相对低成本的投资新概念。截至 20 世纪 20 年代末，又有 16 只基金被创立。这些基金大多数是由大银行创立的，这些银行可向投资者贷款购买其发行的基金。

在 20 世纪 20 年代，银行建立的基金以一种不计后果的方式进行运作。银行将钱借给基金投资者，而后者照单全收。10 倍的杠杆投资非常普遍。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



繁荣的20年代，大量的资金流入股票信托市场，银行无顾忌地为那些既没有盈利也没有信用度的公司承销股票。就连最差的垃圾公司也能被引入银行发行的基金。当一家盈利并具有信用度的公司发行股票和债券时，这些股票和证券会进入银行的相应账户。

1929年10月24日，美国历史上最严酷的一次熊市开始了。银行立刻要求那些利用高杠杆的投资者归还贷款。很多投资者无钱归还贷款。因此，银行开始降低共同基金的仓位，并向市场上倾销股票。这就造成了股票的进一步下跌，更多归还贷款的要求，更多的违约，更多的卖出。这种市场的恶性螺旋下降持续了大约3年。

银行系统在1932年遭受了巨大的打击。许多红极一时的大银行永久关闭。许多个人投资者变得一无所有，特别是那些信任银行的人。即使没有投资共同基金的人，随着银行的关闭，他们的钱也化为乌有。那时政府没有对存款进行保险。这次金融崩溃的是人们熟知的“大萧条”时期。

**《1933年证券法》** 随着金融崩溃和大萧条爆发，国会采取措施并颁布一系列的法律，包括《1933年证券法》、《1933年银行法》（即第二部《格拉斯－斯蒂格尔法案》）、《1934年证券交易法》。证券法规范了公司首次发行股票的IPO过程（也叫做一级市场）。根据该法律，每只进入一级市场的证券都必须通过政府的审查，并维护投资者的知情权格拉斯－斯蒂格尔法。将银行分为商业银行和投资银行。商业银行不能介入股票与债券的发行业务，投资银行也不能介入储蓄与借贷业务。《1934年证券交易法》规范了股票发行后在股票交易所的交易（也叫做二级市场）。该法律也规定了在二级市场上进行股票交易的公司必须定期发布财务报告以及其他所要求的报告。

**《1940年投资公司法》** 1929年市场崩溃后，投资者对金融系统失去了信心。为了使投资者行政区信心并保护投资者，防止共同基金以往不道德行为的重演，美国国会发行了《1940年投资公司法》。该法律为所有投资信托和投资公司的运作制定了严格道德标准。该法律常被称为“40法”，它确立了基金公司必须遵循的定期报告制度和投资分散化的最小要求，制定了广告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标准以及配合美国证券交易委员会美国证券交易委员会监管的规定。

《1940 年投资公司法》特别提到了投资公司和证券交易所之间的利益冲突。该法律要求基金公司必须提供材料披露其运行情况并向公众披露财务状况，来保护投资者的利益。但是“40 法”并没有作进一步的详细规定，于是美国证券交易委员会负责判断基金公司投资方式的合理性。

### *根据40法组织的ETF*

根据《1940 年投资公司法》（以下简称“40 法”）建立的 ETF 可以分为两种类型：单位投资信托（Unit Investment Trust，UIT）和受监管投资公司（Regulated Investment Company，RIC）。这两种基金都不是直接上税，而是可以将资本收益、分红所得、利息收益的税负都传递给个人投资者。在结构上，两种基金产品的区别，也就是它们本身的结构区别。

**“40 法”下的单位投资信托**。基于 UIT 结构的 ETF 有几个关键的特征。首先，UIT 是被动式管理。被动式管理意味着基金经理不能自主选择 UIT 的成份证券。基金经理只能严格按照指数成分，复制 UIT 的成份证券。

SPDR 标准普尔 500 信托（标志为 SPY）是 UIT 结构的基金。该基金成份股必须包含它所跟踪的标准普尔 500 指数的所有成份股。基金经理并不能剔除某只标准普尔 500 成份股，或是增加某只非标准普尔 500 成份股。

UIT 结构也规定了成份证券的权重确定方式。权重超过 5% 的高权重证券，其总权重不能超过 25%；不能持有某个公司超过 10% 的有投票权股票。根据分散化投资原则，某行业部门持股或某种集中持股不能超过 50% 的基金持仓。证券权重方面的规定，对分散化投资的指数如标准普尔 500 并不是问题。但是，却为某些进行行业部门或地理区域投资的基金造成困难，很多情况下，一两家公司可以支配整个指数。

UIT 结构的另一个规定是关于处理基金成份股的分红。UIT 的基金经理不能将分红进行再投资以买入更多成份股，而只能将分红存入一个无利息账户，按季度为周期支付给基金股份持有人。不能将分红进行再投资而只能以现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



形式保存，在股票牛市会损害 UIT 的收益。这种现象被称为“现金拖累”。指数默认是将分红自动进行再投资。由于 UIT 不进行分红再投资，这些没有投入股市的现金就会在股市上涨时拖累基金的收益。当然，在熊市时这些没有投入股市的现金又会帮助提高收益。现金拖累，是 UIT 不能精确跟踪指数的一个原因。相关法规也给了 UIT 基金经理一定的灵活性，只要能更好地复制指数收益，他们可以作出更实际的投资组合管理决策，目前有 4 种流行的 ETF 基金属于 UIT 结构：

1. SPDR 标准普尔 500 信托（代码：SPY）。
2. SPDR 标准普尔 400 中型盘股票信托（代码：MDV）。
3. 钻石信托，该基金跟踪道琼斯工业平均指数（代码：DTA）。
4. PowerShares QQQ（俗称 Cubes），该基金跟踪纳斯达克 100 指数（代码：QQQQ）。

**“40 法”下的受监管投资公司**　大部分的交易所交易投资组合都是以受监管投资公司的方式建立的。由于受到更少的限制，RIC 相对于 UIT 有许多优势，但也有一些劣势。

RIC 结构最重要的特点，是基金经理可以根据基金的投资目标调整基金的持仓。基金经理不必买入所有的指数成份股，而是可以对指数成份股进行选择，对投资组合进行优化，从而更好地跟踪指数的收益。而且基金经理也可以买入 ETF 所跟踪指数中没有的证券。这些证券可以是股票、债券、期货、期权以及其他衍生品。

巴克莱债券市场汇总指数（Barclays Aggregate Bond Market Index）包含了数千种债券，而且这些债券中很多都是没有流动性且无法买入的。在 RIC 结构下，基金经理可以选择有流动性的债券，并且建立一个反映市场整体特点的投资组合。只要挑选得当，该投资组合可以在跟踪债券市场汇总指数时只产生很小的误差。

RIC 结构也允许将分红进行再投资。当基金持有的成份证券现金分红后，可以用这些现金买入更多的证券。而且，这些分红会按季度分派给投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分红再投资减少了在 UIT 结构下出现的“现金拖累”现象。以投资公司形式注册的 ETF 公司，还可以开展证券借出业务。这部分收入可以帮助 ETF 公司抵消部分管理成本，从而更好地跟踪指数收益（因为指数是没有管理成本的）。证券借出是一些大基金公司获利颇多的业务，如：美国先锋公司、美国道富和巴克莱全球投资公司。

以 RIC 形式注册的 ETF 基金，还可以注册为非分散化投资的基金。这种基金允许基金经理将 50% 以上的基金仓位集中于某一领域，也可以将 25% 的仓位买入一只证券，只要买入的股份不会超过该公司有投票权股份总数的 10%。

RIC 结构下的基金可以灵活选择成份证券，这是其优势，但也可能变成为劣势。基金经理通过选择股票来更好地跟踪指数，但他们的方法不一定成功。基金经理的决策可能使该基金同所跟踪的指数产生大的差异。近年来，一些 RIC 结构的 ETF 基金就产生过不小的指数跟踪差异。

RIC 的监管工作由一个理事会负责，其中的理事由 ETF 交易的签约交易商根据其持有的股份推举产生。个人投资者根据其所拥有的股份的多少也有相应的推举权。

先锋 ETF 是独特的 RIC，之前的名称是先锋指数股票基金参与凭证（Vanguard Index Participation Equity Receipts，VIPER）。先锋 ETF 并不是独立存在的基金，而是先锋开放式基金的一种股份类别。

选择公司一方面希望吸引短期投资者与市场时机把握者，另一方面又希望帮助其开放式基金中的长期投资者。与先锋开放式基金不同，ETF 可以在交易所开市的全天以市价交易。

先锋公司在提交给美国证券交易委员会的申请中表示，短期投资者对开放式基金发行与赎回的要求和基金交易量、增加了基金成本、并且妨碍了基金经理达到跟踪指数收益的目标。让一种 ETF 类别的股份在二级市场进行交易，其投资者无须是开放式基金持有者。于是，ETF 的投资者不会打乱开放式基金的投资组合管理，也不会增加基金成本。

先锋将该结构申请了专利保护。其他开放式基金公司可以从先锋公司购买授权（截至本书写作过程，还没有公司这样做）。先锋 ETF 也将分红进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



再投资，从而可以更紧密地跟踪指数收益。一些批评家质疑过先锋 ETF 的税务效率。美国国税局要求由于股份持有者的交易而产生的资本收益必须在共同基金所有类型股份上分配，包括先锋 ETF 股份类型。该规定意味着先锋 ETF 的税务效率将不如独立的 ETF，例如巴克莱发行的安硕指数。但是，ETF 股份类型也可能会提高开放式基金股份类型和 ETF 股份类型的税务效率，因为它让基金经理在选择证券并同签约交易商进行交易时有更多的灵活性。

**"40 法"规定向基金股份持有人提供的报告** 根据《1940 年投资公司法》建立的开放式基金或 ETF 都由美国证券交易委员会负责监管。美国证券交易委员会要求在投资者在购买基金股份后，基金公司定期向投资者发布某些信息。由于 ETF 是在证券交易所挂牌交易，因此投资者不需要收到基金公开说明书。但是发行 ETF 的基金公司向美国证券交易委员会许诺，执行 ETF 交易的经纪人与经销商会向投资者提供基金的产品介绍。虽然产品介绍包含了一些重要信息，如基金管理费、投资目标、ETF 在二级市场进行交易的机制，但它并不是为了替代基金公开说明书。

产品介绍使用通俗易懂的语言对 ETF 产品的重要特征进行描述。产品介绍解释了 ETF 是基于指数的证券并在二级市场进行交易，也解释了投资者不是通过基金公司买入或卖出股份时。该产品还阐述了 ETF 股份的发行与赎回并不是以一股为单位进行，而是以"发行单元"为单位并通过签约交易商进行基金股份的发行与赎回。说明书也解释了投资者在二级市场上买卖 ETF 股份的价格可能低于其每股净资产。

经纪人与经销商也会向 ETF 投资者提供 ETF 的年报与半年报。年报是在基金公司财年结束后 60 天内完成，而半年报是在基金公司半财年结束后 60 天内完成。这些报告包含了更新的财务信息和基金的成份股等信息。

## *根据《1933年证券法》建立的交易所交易投资组合*

一些准备发行非分散化投资产品的投资公司，并不能满足《1940 年投资公司法》或单位投资信托的规定。在这种情况下，这些公司可以根据《1933

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年证券法》成为注册信托。《1933 年证券法》的 415 条允许根据需要持续地发行或赎回信托单元。根据此法建立的交易所交易投资组合也必须符合《1934 年证券交易法》的规定。《1934 年证券交易法》规定了证券如何在二级市场上进行交易，并确保投资者可以定期获取财务报告等规定的信息。依据《1933 年证券法》建立的投资信托不应该同依据《1940 年投资公司法》建立的单位投资信托混淆。这两种实体分别是根据不同的政府监管法规运作的。

**投资信托** 依据《1933 年证券法》建立的投资信托可以持有股票、债券、黄金白银等实物资产或产品期权等衍生品。这种信托并不允许个人投资者享有投票权或进行股份赎回。许多投资信托都是跟踪商品收益。安硕标准普尔 GSCI 商品指数信托（代码：GSG）跟踪了标准普尔 GSCI 超额回报指数的收益。该指数跟踪了以能源为主的 24 种商品。在 2008 年，能源市场上标准普尔 GSCI 占了超过 70% 的权重。GSG 投资于在跟踪 GSCI 指数的交易所交易期货合约。这些期货合约是一种长期期权，被称为 CERF。GSG 的投资组合仅由 CERF 和一定现金组成。

StreetTRACKS 黄金信托（代码：GLD）是一只投资信托。世界黄金信托服务有限责任公司（World Gold Trust Services，LLC）是该信托的发起人，纽约银行是该信托的受托人，并且美国道富全球市场（State Street Global Markets）是该信托的营销代理。GLD 的投资目标是反映金条价格的业绩，它直接持有金条而不是衍生品。根据需要，该信托可以发行一揽子 StreetTRACKS 黄金股份用以交换黄金，或是用黄金赎回一揽子股份。这一揽子股份包含了 100 000 股 GLD。

GLD 的股份在股票交易所进行交易，并且以篮子为单位通过签约交易商进行股份的发行与赎回。签约交易商根据程序让基金公司进行股份的发行与赎回，并负责黄金的交收。签约交易商的套利交易可以使 GLD 股份的市场价格同其对应黄金的日内价值保持一致。

**交易所交易委托人信托** 交易所交易委托人信托是依据《1933 年证券法》建立的非管理型投资工具。委托人信托不是共同基金，但是它们可能像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



开放式基金一样在股票与证券上进行分散投资。

如同《1940 年投资公司法》下的 ETF 一样，委托人信托在股票交易所进行交易。与 ETF 不同的是，委托人信托的投资者拥有公司的投票权。于是委托人信托的股份持有人享有 ETF 股份持有人所没有的公司管理话语权。委托人信托的股份持有人可以参与公司理事会的选举，对公司变革进行投票，或是在公司年会上提出问题进行讨论与表决。

委托人信托得到成份股的分红后将直接付给投资者，而《1940 年投资公司法》结构的 ETF 则需要等到季度末才能支付分红。委托人信托股份的赎回过程也是独特的。当个人投资者进行股份赎回时，他们可以要求以 100 股为单位收回具体的成份股。当收到这些成份股后，投资者可以根据这些成份股的价格和自身的税负情况，选择性地卖出。控股公司存托凭证（Holding Company Depositary Receipts，HOLDR）是美林证券公司发明的专有产品。这是交易所交易委托人信托的一个很好的例子。每只 HOLDR 针对某狭窄的市场领域，如：生物科技（代码：BBH）、宽带业务（代码：BDH）。每只 HOLDR 通常仅投资于少数的股票，而且当这些股票分红时允许投资者收取分红。让投资者直接拥有成份股的缺点，是投资者将收到成份股泛滥的季报、年版和委托书。

HOLDR 的投资者可以用免税的方式，将信托股份解体为成份股，从而可以通过合理的配置改进税负。投资者可以有效地把信托的股份交换为一个由成份股组成的投资组合，并且将这个投资组合中的个股单独卖出以减少税负。委托人信托结构的一个缺点是不能改变成份证券。新的证券不能被加入，旧的证券也不能被剔除。随着一些公司规模扩大、被收购或破产，信托的投资组合将越来越集中。于是，该信托变得也越来越缺乏分散化的投资。例如，互联网 HOLDR（代码：HHH），超过 50% 的权重都是由 Yahoo 和 eBay 组成却不包含 Google，因为 Google 是在该信托发行后成立的。

**交易所交易票据**　什么交易所交易证券既不是 ETF 又不是信托呢？交易所交易票据（ETN）就是这样的产品。与其他的交易所交易投资组合不同，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



ETN 并不代表投资者所拥有的证券池，而只代表银行发行的一种债权。ETN 既不支付利息也没有安全保障，仅是由银行承诺将按照所跟踪指数的收益扣除管理费来支付收益。

简单地说，就是银行发行一张票据，并承诺将在票据到期日按照所跟踪指数的收益减去管理费向票据持有者支付收益。该银行不一定将收到的现金投资于指数，这也与投资者无关，与投资者相关的只是票据的收益，该收益就是指数收益扣除管理费。只要银行仍有偿付能力，投资者就可以获得银行承诺的收益。

ETN 确实同其他的交易所交易投资组合有一些共同点：都是在股票交易所进行交易，收益都是联系到某只市场指数，却可以像股票一样卖空。

ETN 投资者不像其他交易所交易证券投资者那样，会定期收到收益或分红。ETN 投资者不能收到指数成份证券的分红。当卖出票据时，ETN 投资者也只能收到现金。他们无权换取指数成份股。

2006 年巴克莱银行发行了第一只名为 iPath 的 ETN。iPath 的目标是创造一种结合债券与 ETF 的证券。不同于指数型基金，ETN 将跟踪指数的风险完全转移到银行。ETN 是依据《1933 年证券法》进行注册，因为它们是银行发行的证券，既不是投资公司结构也不是 UIT 结构。

iPath 票据的交易价格接近其日内价值，因为其独特的结构。iPath 的持有者有 3 种方式处理票据：（1）持有该票据至到期日（30 年）；（2）在二级市场上进行交易；（3）参加每周一次的 ETN 赎回交易。每周四 iPath 的持有者都可以同巴克莱银行进行赎回交易。唯一的要求是最小的票据赎回量是 50 000 张，假设每张票据 50 美元，这就相当于 2 500 000 美元的赎回交易。这种赎回交易可以使票据的价格更符合其跟踪的指数。如果票据价格偏离指数收益，机构投资者可以在市场上买入 iPath，对冲掉仓位，并向巴克莱银行换回现金。这为做市商创造了套利机会，并使得 ETN 的市场价格同其日内参考价值保持一致。

观察家认为 ETN 相对于其他交易所交易投资组合在税负上具有优势。这是因为 ETN 不支付利息、没有分红、在交易者卖出或赎回股份前不产生资本收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国联邦税收对 ETN 的政策仍不确定。我们将在第四章讨论相关的信息。

影响 ETN 价格的一个因素是发行银行的信用评级。ETN 的价格可能因为发行银行信用评级的下降而下跌，即使所跟踪指数的收益没有什么变化。iPath 是由巴克莱银行发行的优质债权票据，该银行有 300 年历史，拥有超过 10 亿美元的资产，并有标准普尔给出投资级的信用评级。这使得 iPath 有可靠的背景。但是也不能排除巴克莱银行像 2008 年的雷曼兄弟银行那样遇到财务困难并无法偿付 ETN 的可能性。

除了税负和监管法规方面的差别，ETN 和 ETF 的区别在于，它们分别具有信用风险与跟踪指数的风险。ETF 投资者即使在基金公司倒闭的情况下也几乎没有信用风险。他们总对其股份所对应的成份股资产拥有权利。iPath 投资者，则可能分毫得不到银行所承诺的收益。ETF 有跟踪指数的风险，即 ETF 的收益可能同其跟踪指数的收益不同。ETN 则没有跟踪指数的风险。银行已经完全承担跟踪指数收益的风险，并承诺支付给投资者的收益是指数收益扣除管理费后的余额。

## 汇总交易所交易投资组合

各种交易所交易投资组合间的差异可能让人迷惑。表 3.1 将各种交易所交易投资组合的重要特征放在一起进行了对比。

**表 3.1 交易所交易投资组合对比**

| 特　征 | 委托人信托 | 投资信托 | ETN | UIT | RIC 开放式 ETF | RIC 先锋 ETF |
|---|---|---|---|---|---|---|
| SEC 遵循法规 | 1933 | 1933 | 1933 | 1940 | 1940 | 1940 |
| 分红再投资 | 否 | 否 | 注[1] | 否 | 是 | 是 |
| 派发分红 | 是 | 是 | 否 | 是 | 是 | 是 |
| 特殊赎回形式 | 是 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 |
| 跟踪误差 | NA[2] | 是 | 否 | 是 | 是 | 是 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| 特征 | 委托人信托 | 投资信托 | ETN | UIT | RIC 开放式 ETF | RIC 先锋 ETF |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 发行商信用风险 | 否 | 否 | 是 | 否 | 否 | 否 |
| 受管理者主观影响 | NA[3] | 是 | 否 | 注[4] | 是 | 是 |
| 允许仓位集中 | 是 | 是 | 是 | 否 | 否 | 否 |
| 传统基金的股份类别 | 否 | 否 | 否 | 否 | 否 | 是 |

1 ETN 投资者获取剔除管理费后的指数全收益，这意味着分红再投资。
2 很多委托人信托并不跟踪任何指数（例如 HOLDER）。
3 委托人信托在初次选股后，维持成分不变。
4 UIT 必须持有所跟踪指数的所有成分。
资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

## 小 结

大多数的金融期刊、投资顾问，经纪商和普通投资者将交易所交易投资组合归在一起统称为 ETF。这样做很方便，但是却不是很准确。美国证券交易委员会批准了多种类型的交易所交易产品结构，并且每种都有不同的运作方式、监管法规、交易成本和税负。

交易所交易产品为投资者提供了多种选择。其中最为人熟知的是依据《1940 年投资公司法》建立的交易所交易指数基金，即 ETF。非 ETF 类型的交易所交易投资组合包括交易所交易委托人信托、投资信托以及 ETN。

各种交易所交易产品所能发挥的优势，依赖于每个投资者的具体情况不同而不同。

没有哪种投资产品可以在所有环境下都表现最佳。你必须根据自身实际情况来决定，何种交易所交易产品可以在降低风险和成本的基础上提供更好的灵活性与收益。考虑到交易所交易投资组合的持续快速创新，必将有更多令人激动的新型投资产品会诞生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第四章

# 投资 ETF 基金的优劣

在近一个世纪的时间里，传统的共同基金将投资组合制造为债券，为投资者提供了方便。共同基金为投资者提供了分散化的投资、专业化的管理、相对低成本以及日内交易。

ETF 基金将共同基金投资的优点提高到了一个新的层次。与传统开放式基金相比，ETF 具有更低的管理成本、更灵活的交易、更高的透明度以及税负上的优势。当然 ETF 也有一定的劣势，比如交易成本较高和产品较复杂。了解这些情况的投资者一致认为，ETF 的优势完全多于其劣势，并在某种程度上掩盖了其劣势。

在本章，我们讨论了 ETF 的优势与劣势，包括每种 ETF 结构在税负上的独特优势。读完本章后，你将对 ETF 基金相对于传统开放式基金的优劣性有清晰的认识，从而可以判断它们是否符合你的投资计划。

## ETF 基金的优势

ETF 基金相对传统开放式基金有很多优势，其中最重要的 4 项优势为：交易灵活、管理成本低、透明度高以及相关税负优惠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 交易灵活性

传统的开放式基金只在每天收盘后进行一次交易。所有的交易都是通过发行基金的公司进行。投资者必须等到收盘后基金公司宣布资产净值，才知道自己当天买入或卖出基金股份所得到的价格。对大多数长期投资者来说，每天一次的交易是很合适的，但是有的投资者却需要更灵活的交易。

ETF 在交易所开市的全天都进行交易，而且 ETF 股份在交易时段内会持续的报价。ETF 股份价格主要是依据其成份证券所决定的日内价值，并且全天都在变化。ETF 投资者可以及时知道买入或卖出股份的价格。

ETF 的即时交易，使得在日内管理投资组合变得简单。投资者很容易在各种资产类型间转移资金，例如股票、债券和商品。投资者可以在 1 个小时内有效地改变资产配置。虽然我不建议这么做，但这种投资操作是完全可行的。

改变传统开放式基金的资产配置更具有挑战性且可能耗费数天的时间。通常只有在每天美国东部时间下午两点后才能下单交易。因为只有在两点之后才能知道当天的资产净值，才能知道买入或卖出股份所获得的价格。

ETF 的交易灵活性不仅包括允许投资者即时交易也允许以多种方式下单。ETF 支持所有可用于股票的下单方式，例如条件下单和止损单。ETF 也可以融资买入和融券卖出。每家经纪公司都提供了 ETF 下单类型和融资融券的指南。

ETF 投资者也可以进行卖空交易。卖空者从经纪公司借出证券并在市场上卖出，在证券价格下跌后再买回来以获取利润。

## 投资组合的建立及风险管理

投资者可能希望建立某种特定的投资组合，如特定的行业部门、风格、工业、国家，却不具备该方面的专业知识。由于大量不同行业、风格、工业和国家都有相应的 ETF 产品，投资者可以方便地建立某个局部市场的投资组合。例如，ISE 水资源指数基金（代码：FWT）。投资者可能认为与水资源相关的证券有很好的潜在利润，因为干旱地区人口不断增长，而全球清洁水源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



短缺。FWT 跟踪 ISE 水资源指数，该指数由 36 家主营自来水或污水处理的大公司以市值加权的方式组成。

如果投资者集中持有某个行业部门的股份，但是由于缺乏分散化投资而担心风险。那么，该投资者可以买入做空该行业部门的 ETF 以对冲风险。

例如，投资者可能拥有大量半导体产业的受限股。在这种情况下，投资者可能希望卖空标准普尔 SPDR 半导体行业指数（代码：XSD）。这可以降低投资者在该产业的风险。XSD 是由在纽约股票交易所、美国股票交易所和纳斯达克交易所挂牌交易的半导体行业公司组成的一个平均加权型指数。

## 更低的成本

无论结构如何，任何基金都会在运行过程中产生运营成本。这些成本包括投资组合的管理费用、监管部门收费、市场营销费用以及发行费等。运营成本对于预测收益非常重要。通常来说，投资于基金的运营成本越低则预期的收益越高。

相对开放式基金，ETF 减少了运营成本，其中一个原因是与客户服务相关的成本已经转移到经纪公司。因为不需要建立呼叫中心处理成千上万的个人投资者的服务请求，ETF 的管理成本也随之降低。

不需要每月向个人投资者发布并邮寄报告和通知，也降低了 ETF 的运营成本。传统的开放式基金必须定期向个人投资者邮寄财务报告等材料，而 ETF 只需向签约交易商提供这些材料。个人投资者通过经纪公司买卖 ETF 股份，于是将由经纪公司向投资者提供服务而不是 ETF 公司。

经纪公司负责发布月报、年度税负报告、季报以及 1099 报告。由于不用管理成千上万的个人投资者信息，也不用其提供服务，ETF 公司可以降低管理成本，并将减少的成本转化为个人投资者的收益。

ETF 低成本的最好例子是来自美国先锋集团的产品。先锋 ETF 是一种独特并申请专利的产品，它是作为先锋开放式基金的一种股份类别而存在。表 4.1 比较了投资者将 25 000 美元投资于两种不同股份类别的同一基金所承担的管理成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



**表 4.1　先锋开放式基金与 ETF 的对比**

| 先锋全市场指数基金 | 传统基金股份类别（VTSMX） | ETF 股份类别（VTI） | 25 000 美元 VTI 类型股份，10 年节省费用 |
|---|---|---|---|
| 管理费率 | 0.19% | 0.07% | 0.12% |
| 25 000 美元本金，8% 年增长率，且扣除管理费，10 年后达到总额 | 53 031 美元 | 53 624 美元 | 593 美元 |

资料来源：美国先锋集团。

ETF 的另一项成本优势是没有股份赎回费用。ETF 投资者不必像开放式基金投资者那样，因为股份赎回而需要向基金公司交纳费用。例如，先锋 REIT 开放式基金（代码：VGSIX）如果股份持有期少于一年时将收取 1% 的股份赎回费用，先锋 REIT ETF 基金（代码：VNQ）是同样的投资组合，却没有股份赎回费用。

## 更低的经纪公司成本

许多投资者通过经纪公司进行包括共同基金在内的投资。交易商可以分为两类：一类是折扣经纪公司，例如：嘉信理财（Charles Schwab）、美国交易控股（Ameritrade）和美国富达；另一类是全能服务经纪公司，例如美林证券、美邦和爱德华公司（AG Edwards）。

折扣经纪公司向买入共同基金的客户收取少量的佣金，或是向客户推荐由基金公司给经纪商支付年费（称为 12b-1 费）的基金。例如，嘉信理财向买入免佣金的先锋美国整体股票市场指数基金（代码：VTSMX）的客户，收取非常低的佣金。但是，现在投资者可以买入具有同样投资组合的先锋 ETF 基金（代码：VTI）并支付更低的佣金。由于折扣经纪公司间的激烈价格竞争，买卖 ETF 的佣金可以大大低于买卖同样数量的免销售费的共同基金的佣金。

ETF 出现后，最大的赢家其实是全能服务经纪公司的客户们。在 ETF 出现前，全能服务经纪公司的客户并不能投资于低成本的共同基金，如先锋基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金。经纪人只允许宣传和卖出成本更高的共同基金，经纪公司因此可以获得更多的佣金和收益。很多全能经纪公司甚至发行推广自己的基金，而将低成本的基金作为竞争对手。美国证券交易委员会一直在试图改变这种不利于普通投资者的做法。

ETF 带来的革命使得全能服务经纪公司不得不重新思考经营策略。由于 ETF 在股票交易所挂牌交易，全能服务经纪公司的个人投资者也可以买入 ETF 并且为每笔交易支付一次性的佣金。ETF 的交易佣金通常大大低于开放式基金所收取的 4% ~8% 的管理费。

更低的交易佣金和管理费用，使得 ETF 为全能服务经纪公司的客户带来了巨大好处，但对减少了收入的经纪公司却是个坏消息。一些经纪公司鼓励客户加入“费用打包”项目来进行 ETF 的买卖，每年的成本会达到资金额的 2%。除非是频繁进行大量交易的投资者，这种“费用打包”项目的成本往往较高。

## 更低的税负

持有 ETF 股份通常比持有类似的开放式基金股份有更低的税负。这种低税负优势，来自于第三章描述的签约交易商的套利交易。下面将解释 ETF 和其他交易所交易投资组合所具有的低税负优势。

如第二章所介绍，只有签约交易商才能同基金公司直接进行交易。签约交易商用一揽子证券从基金公司交换回一个 ETF 发行单元。在基金经理收到签约交易商提交给基金公司的一揽子证券后，签约交易商会根据提交该证券时的市场价格确定所选择的每只证券的持有成本。

图 4.1 显示了基金经理如何确定新进入基金的股票的持有成本。图 4.1 中的 ETF 是标准普尔 500 SPDR 基金，股票是微软公司股票（代码：MSFT）。当签约交易商提交包含 MSFT 的一揽子股票用以交换一个 ETF 发行单元时，MSFT 将以当时的市价作为持有成本并进行记录。

在图 4.1 的例子中，MSFT 在签约交易商提交一揽子股票时的交易价格是每股 30 美元。这些新的 MSFT 股票加入基金公司已有的 MSFT 股票池，但由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



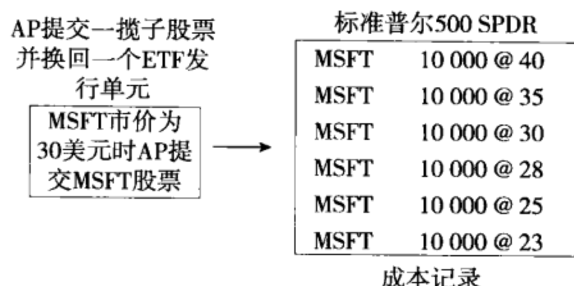



**图 4.1 建立 ETF 的股票持有成本记录**

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

于税负原因被记录在相应的持有成本栏。这些新股份以每股 30 美元的价格，被基金经理记录在 30 美元持有成本一栏。每次股票进入 ETF，都会根据其当时的交易价格，被记录在相应的持有成本栏目。

当签约交易商进行 ETF 股份的赎回时，用一个 ETF 发行单元换回一揽子股票。基金公司将一揽子股票交给签约交易商时，从哪些持有成本栏目取出股票，可以由基金公司决定。ETF 经理可以选择将低持有成本的股票交给签约交易商。

如图 4.2 所示，在基金经理的记录中 MSFT 有不同的持有成本。基金经理可以选择把 23 美元一栏下的 MSFT 股份交给签约交易商。该基金经理并没有取出上次该签约交易商提交的每股 30 美元的 MSFT 股份。因为，在 ETF 股份赎回时，把低持有成本的股票交给签约交易商就会在账面上形成“高买低卖”，这样就不出现由于“低买高卖”而产生的资本收益，也就不必付税。

表 4.2 显示了 ETF 相对于开放式基金的税负优势。20 世纪 90 年代，大盘股票的价格显著上升，标准普尔 500 SPDR ETF 只需把少量的资本收益发给投资者，但先锋 500 开放式指数基金却必须每年把资本收益发给投资者。得到收益的投资者要承担相应的税负。

基金公司同签约交易商的 ETF 股份发行或赎回交易，为 ETF 普通投资者减少了税负。这使得基金公司不必将资本收益直接发放给投资者，并让投资者承担税负。在 ETF 赎回过程中选择最优的持有成本栏目是合法的，而且这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



种选择每天都在进行。

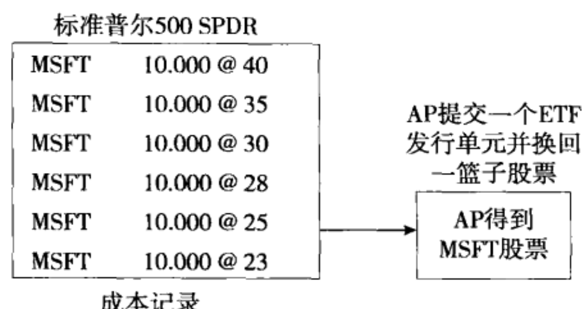



**图 4.2 换出低持有成本的股票**

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

**表 4.2 派发资本收益占资产净值的比例**

| 年 份 | 标准普尔 500 SPDP | 先锋 500 指数基金 |
|---|---|---|
| 1994 | 0.00% | 0.47% |
| 1995 | 0.02% | 0.23% |
| 1996 | 0.16% | 0.36% |
| 1997 | 0.00% | 0.66% |
| 1998 | 0.00% | 0.37% |
| 1999 | 0.00% | 0.74% |

资料来源：Bloomberg，Morningstar.

我们只需看看 2006 年的情况，就能清楚了解 ETF 的税负优势，当年股票市场上涨了 15%，但是很少有 ETF 支付资本收益，支付资本收益的都是小型基金且支付数量很少。ETF 独特的发行与赎回交易，可以在账面上抹去大多数的资本收益。

在账面上抹去大多数资本收益并不是每次都能完美实现。ETF 也会偶尔卖出所持有的股票，实现资本收益并发放给投资者。但先锋 ETF 是一个例外。先锋基金以税负优势著称。但先锋 ETF 是该公司旗下开放式基金的一个股份类别，而不是独立的 ETF 产品。因此，所有的股份类别在税负方面都得到同样的对待。开放式基金类型股份和 ETF 类型股份都要承担相同的税负。由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



开放式基金股份类别占了90%以上的资产份额，先锋ETF产品的税负优势可能不如独立存在的ETF产品。

## ETF 的分红

ETF要将分红和利息收益直接发给投资者。这些收益将根据收入的类别纳税。大多数的分红收益都可以执行优惠税率，但是债券和货币的利息收益则需要执行一般收入税率。联邦收入税对股票分红的优惠税率在2003年降到了15%。只要在股票分红前持有该股票超过60天，就可以在分红时享受优惠税率。虽然股票分红的税率在未来可能超过15%，但是仍不会超过一般收入税率。有意思的是，与股票不同，ETF分红的税率跟持有ETF股份的时间长短无关。ETF分红的税率，由发行ETF股份时一揽子个股进入ETF股票池的日期决定。如果这些股票在ETF中的持有时间超过60天，则可以享受优惠税率。

于是，ETF的历史长短将影响其分红是否能享受优惠税率。不像购买股票，你可以在11月买入ETF股份，到12月分红时，即使持有时间不到60天也可以享受优惠税率。但是对于很多在年底新成立的ETF，其成份股的持有时间都很短，并且大部分成份股分红都不能满足最低持有期60天的要求。于是这些ETF的分红将执行更高的一般收入税率。

投资者最终都要为从ETF获得的资本收益交税，但这必须在卖出ETF并实现收益之后。如果对ETF的投资遭受损失，投资者也可以从其他的普通资本收益税中扣除上限为3 000美元的ETF投资损失（第二十一章介绍了付税的诀窍）。ETF独特的发行与赎回过程以及投资者可以选择何时实现收益和亏损，都使ETF基金相对于开放式基金具有更多的税负优势。

## ETN 的税负优势

有人可能想开发一种更好的交易所交易产品，该产品完全实现指数的收益，并且不必因为派发资本收益、利息或分红而交税。投资者在该产品上的投资无须承担任何税负直至卖出该产品并实现资本收益，并且在卖出该产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时还可以享受长期资本收益的优惠税率。

2006 年，巴克莱银行就发明了一种交易所交易产品。交易所交易票据（ETN）是 ETF 的孪生姐妹，但是与 ETF 在几个方面有所不同：ETN 在到期日前无须派发任何资本收益、分红收益或是利息收益。巴克莱银行向投资者承诺，该产品的回报率是指数回报率扣除管理费（第三章有更详细的说明）。ETN 的这些特征，是因为它仅代表对巴克莱银行的债权，而不代表某个证券投资组合。

根据巴克莱银行的建议，投资者应当把 ETN 作为一个预付费的合同。这意味着在卖出 ETN 之前，任何的收益变化都不算是资本收益，并且无须交税。由于在税负方面的超强优势，ETN 这种独特的投资品可能在未来非常流行。

下面是两个关于 ETN 的提示：

1. 直至创作本书时，美国国税局（IRS）仍然没有对 ETN 作出特别的税收规定。未来美国国税局也可能会对 ETN 执行更苛刻的税收规定。

2. ETN 是对其发行者的债权。因此，在 ETN 的发行者破产时，ETN 的持有者需要像其他债权持有人一样排队索债，并且还不一定能索回债务。例如，2008 年雷曼兄弟公司破产时，其 ETN 的投资者只能索回部分的投资。

## ETF 基金的劣势

ETF 给一些投资者所创造的优势，可能对另一些投资者来说是劣势。例如，交易成本取决于交易地点，ETF 的交易成本可能超过其在管理费和税负方面节约的部分。交易的灵活性也是一把双刃剑：全天不受限制的交易，对那些活跃的投资者和交易者来说是个优点，但是也可能引诱一些投资者过度频繁交易。过度交易将增加成本并减少收益。

### 交易成本

对于已经在经纪公司托管资产的投资者来说，ETF 可以降低交易成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但是，对于那些直接通过基金公司投资免佣基金且无须支付佣金的投资者来说，投资 ETF 需要支付更多的佣金。ETF 投资者不能同基金公司直接买卖 ETF，且必须通过经纪商交易并支付佣金。

如果你计划进行单笔大额投资，那么支付佣金并购买 ETF 是合算的。但是小额的 ETF 投资不合算，例如：将 1 000 美元投资于安硕标准普尔 500 指数基金，需要为单笔交易支付 8 美元的最低佣金，占总资金的 0.8%。于是，虽然先锋 500 指数基金的费率相对更高，但是对于小额投资却可能是更合算的。

ETF 的投资成本可能比许多投资者预期的更高。由于每次 ETF 交易都必须向经纪商支付佣金，对于频繁进行小额交易的投资者来说，ETF 可能就不是一种很好的投资工具。在这种情况下，投资于免佣基金是一种更好的选择。

低成本是 ETF 宣传中总会提到的一个优势。但是，如果你像大多数人一样，只是进行小额的投资，那么你在交易佣金上的成本，可能超过 ETF 在管理费和税负方面节约的成本。

## 买卖价差

ETF 有两个价格，一个是买入报价，另一个是卖出报价。投资者必须注意买入股份需支付的价格（卖出报价）和卖出股份可得到的价格（买入报价）间的差别。而且，投资者在进行交易前也应该注意 ETF 的日内价值。

某些时候，ETF 的买卖价差可能偏高，并且价格同日内价值间的偏差过大。这时不是进行交易的好时机。在交易前，除需要知道 ETF 的市场价格，还应该知道 ETF 当时的日内价值。第二十一章提供了一些处理 ETF 买卖价差、减少管理费和交易佣金的诀窍。

## 基金管理费的上升

并不是所有的 ETF 都是低成本的。投资者如果对某种 ETF 产品感兴趣，应该具体了解其管理费率，也许会发现自己选择的 ETF 产品比传统开放式指数基金的管理成本更高。

根据晨星公司的统计，所有在 2005 年之前发行的 ETF，平均管理费只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



0.4%。2005 年后新发行的 ETF，管理费上升至 0.6%，而且一些新的交易所交易产品收取高达 1% 的管理费。这相对于传统指数基金的平均费率已经很高，后者只有 0.2%。

管理费的提高是由于 ETF 增加了市场营销方面的投入。由于 ETF 市场的快速发展，基金公司面对激烈的竞争不得不加大市场营销的投入，并将这部分增加的成本加入到管理费中。

另一个造成管理费增加的因素是指数授权费。指数授权在投资行业是一个大生意。传统的指数提供商可能在早期低估了他们所提供的指数产品。现在他们逐渐发现自己产品的价值，给重新包装产品并收取更高的授权费。而且，新型的数量化指数提供商将指数授权费提高到了一个新台阶，使得 ETF 的管理费进一步上升。

### 指数跟踪误差

大多数人认为，ETF 基金应该使投资收益同该基金所跟踪指数的收益保持一致。这并不像听着那么简单。导致基金收益偏离指数收益有很多原因，这种跟踪误差可能给投资者造成损失。

ETF 需要持有一定的现金，但是指数却不必，这就会引起一定的跟踪误差。基金公司通常持有一定的现金以支付管理费用和监管费用。分红的处理也比较困难，因为股票分红日期和实际支付日期可能不同，但指数提供商却默认在分红日就可以将分红进行再投资。特别是对于单元投资信托（UIT）结构的 ETF，根据法律规定不能将分红进行再投资，而只能分派给投资者。由于上述现金引起的困难，ETF 不可能完全准确地跟踪指数。

根据《1940 年投资公司法》组建的 ETF 基金，可以由于基金经理的主观判断而让基金持有与所跟踪指数不同的成份证券。一些指数包含了不具备流动性且无法购买的证券。在这种情况下，基金经理必须从指数挑选成份股并建立合适的投资组合，目标是建立一个与指数相似的投资组合，并且其收益也与指数收益相同。但是基金经理们发现，当所建立的投资组合与指数成分不同时，两者的收益也常常出现差异。一些指数中一两只证券可以支配整个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数，但是根据美国证券交易委员会关于分散化投资的规定，基金经理不能完全复制这种指数。为了满足规定并建立更加分散化的投资组合，一些 ETF 公司对指数成份证券采取了平均权重（见第九章）。平均权重解决了仓位集中的问题，但是也将引起其他的问题，包括更高的证券换手和更高的交易成本。

### 复杂性与支付日期

交易所交易投资组合的一个劣势是产品的复杂性。大多数投资者并不是很了解传统开放式基金的运行机制。所以，我们也不能期望他们能轻易解释 ETF 基金、ETN 基金、单位投资信托和委托人信托间的差异。

另一个容易引起投资者困惑的地方是支付日期。支付日期是在购买股份时必须完成支付或是在卖出股份时收到现金的日期。ETF 的支付日期是完成交易的 3 天后，而传统开放式基金的支付日期是 1 天后。

如果你不熟悉交易的支付过程，这种支付日期上的差异可能会造成麻烦和损失。例如，你可能希望在同一天先卖出 ETF 股份，并用卖出所得现金买入开放式基金，但却发现经纪商不允许执行这样的交易。这是由于两种产品有不同的支付日期，如果执行这样的交易，您的账户将有两天的时间会处于欠款状态，并需支付欠款利息，而且，买入的操作可能根本无法执行。

### 宣称的收益

ETF 相对于传统开放式基金的收益，既不完全是优势也不完全是劣势。一些 ETF 公司正试图将 ETF 与传统的市场指数基金区分开，并宣传前者比市场基准指数有更好的收益。

可以在收益上超越所有其他类似产品或市场基准指数的 ETF 产品几乎不存在。所有的基金公司都是从同一个金融市场选择成份证券，所有的基金都因持有的成份证券而承担相应的市场风险并获得相应收益。当成份证券出现价格波动时，ETF 和开放式基金的股份价值都会随成份证券而波动。因此，如果 ETF 和开放式基金的管理费率和投资策略完全一样，那么它们的预期收益也应该是一样的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## ETF 的特征指南

表 4.3 总结了 ETF 相对于传统开放式基金的优势。ETF 提供了更灵活的交易、更低的运营成本、更高的透明度和更优惠的税率。尽管近几年 ETF 的管理费率有所上升，但还是相对偏低的。ETF 必须每日公布持仓，这使得它们比每年仅两次公布持仓的开放式基金更加透明。这种透明度减少了基金经理及利益相关公司营私舞弊的可能性。最后，ETF 可以全天进行交易，这对活跃交易者来说是非常方便的。

**表 4.3 ETF 与开放式基金的主要不同**

| ETF | 传统开放式基金 |
|---|---|
| 日内连续定价和交易 | 在每日收盘后定价和交易 |
| 投资者之间在交易所进行交易 | 投资者在市场收盘后同基金公司进行交易 |
| 某投资者股份的买卖不会影响其他的基金股份持有人的税负 | 某投资者股份的赎回可能影响其他的基金股份持有人的税负 |
| 股份发行与赎回过程可降低股份持有人的税负 | 由于赎回过程使用现金，基金经理缺乏手段降低基金持有人的税负 |
| 可以像股票一样进行交易，如条件下单、止损单、卖空 | 可以执行条件下单，无法卖空。交易在收盘后以资产净值执行 |
| 可以融资融券 | 不可以融资融券 |
| 低或中等的管理费率 | 根据产品的不同，可能有很高的管理费 |
| 通过经纪商进行交易 | 可以通过经纪商或直接同基金公司交易 |
| 经纪商收取交易佣金 | 如果同基金公司直接交易免佣基金，无须支付佣金。但通过经纪商交易免佣基金或普通基金，都需要向经纪商支付佣金 |

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

税负是很多个人投资者关注的重点之一。ETF 从其运作结构上保证了其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在税负方面，相对传统开放式基金更有优势。套利交易机制可以让基金经理减少投资组合中低持仓成本的股票，从而可以降低基金的税负。

## 小　结

虽然ETF有很多优点，但不一定适合所有的投资者。ETF基金比传统的共同基金更加复杂，很多投资者并不真正了解它。ETF可以全天灵活交易，所以一些投资者由于过度交易而导致投资业绩不佳。ETF的交易需要支付佣金，交易者的交易越频繁，则分摊到投资组合的持有成本也越高。

投资者应理性地选择和购买ETF，而不要因为觉得ETF比传统开放式基金有更高的收益就选择前者抛弃后者。尽管ETF在运营成本和税负等方面优于传统开放式基金，但只要两者跟踪的指数相同，预期的收益也应该是相同的。

无论你是否投资于包括ETF基金在内的交易所交易投资组合，这些产品都可以丰富你的投资工具，甚至成为投资利器。只有逐步加深对这些投资工具的优势与劣势的了解，才能熟练地运用它们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第五章

# 主动型 ETF 基金

在近 20 年的时间里，所有市场上的 ETF 基金都在复制人们熟知的市场基准指数。在 2003 年，Powershares 发行了第一只基于主动型策略的数量化指数基金。主动管理型 ETF 很可能成为 ETF 提供商的金牛。在主动管理型 ETF 中，基金经理主观地选取基金成份证券，而不是跟踪某个基于规则的指数，其目标是通过主动管理，达到超越市场基准指数业绩的目标。

主动管理型 ETF 在美国证券交易委员会注册为投资公司，而且其股份在证券交易所挂牌交易。个人投资者可以在交易日的全天在二级市场上交易 ETF 股份。主动管理型 ETF 的一个问题是需要在不公开基金经理当前操作的情况下汇报每日持仓情况和股份日内价值。

主动管理型 ETF 区别于跟踪主动策略型指数的 ETF。主动管理型 ETF 的管理者可以直接选择基金成份股，它不必跟踪任何指数。

## 主动管理型 ETF 的先行者

2007 年 2 月，贝尔斯登（Bear Stearns）申请发行了第一只主动管理型 ETF。该 ETF 是一只货币市场基金，并持有各种短期固定收益投资工具，例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如国债、市政债券、银行债券、住房抵押证券。贝尔斯登“当前收益基金”采用主动管理策略并希望获得超越货币市场平均水平的投资回报。该基金虽然已经成功发行，但是该基金同它的发行商贝尔斯登都没有挺过2008年的金融风暴。

2007年5月初，美国先锋公司申请发行了第二只主动管理型ETF基金，作为依附于该公司旗下主动管理型开放式基金——先锋通货膨胀保值证券基金（代码：VIPSX）的一种股份类别。这只通货膨胀保值证券ETF基金如果成功发行，将同iShares公司旗下的另一只巴克莱通货膨胀保值证券指数基金（代码：TIP）展开竞争。这两只ETF的组成相似，因为它们都是从同一个仅包含25只证券的证券池中选择成份证券。

TIP包含了所有的25只证券并以市值加权。主动管理型的先锋基金很可能比TIP更好，因为该基金选择的证券组到期日更均匀。财政部在发行新的通货膨胀保值证券时并不会考虑ETF的投资者。因此从投资者的角度来看，TIP的成分毫无规律和理由。

2007年6月，先锋申请发行了3只主动管理型ETF，作为其现有短期国债、中期国债和长期国债基金的一种股份类别。每个ETF发行或赎回单元由开放式基金中40% ~50%的国债组成。由于国债市场庞大且流动性强，先锋并不认为ETF的引入会对市场有任何实质性的影响，并且专门寻找漏洞的“捣蛋投资者”也不会占到什么便宜。

2008年，Powershares第一次引入了不跟踪任何指数的主动管理型ETF。基金经理仍然需要同其他的ETF一样每天公布基金持仓情况，并且还在可交易的股票数量等方面受到一些限制。

Powershares基金成为主动型基金且区别于其他的ETF，就在于“一天”。Powershares基金在第一天作出买入或卖出股票的决策，并在第二天进行公布。而指数ETF则是指数提供商在前一日公布指数成份的调整，ETF基金经理在第二天根据指数的成份调整进行相应的基金持仓调整。

PIMCO等主动管理型基金公司正在申请发行多个产品。在未来几年，随着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



更多的传统基金公司加入这一行列，我们将会看到很多的主动管理型 ETF 产品。

## 不同于主动型开放式基金

美国证券交易委员会并没有批准像开放式基金的非透明性 ETF 结构。市场上的每只主动管理型 ETF 都必须每日公布持仓。然而，主动型开放式基金的持仓可能几个星期或几个月才公布一次。市场监管者关注 ETF 公司如何处理投资者公平性、信息披露与股份价格等重要问题。

美国证券交易委员会对于目前市场上每日公布持仓的主动管理型 ETF 并没有提出异议。而且，这些基金规模小，流动性也不成问题。然而，当 ETF 规模增大时，公布持仓可以造成主动型 ETF 的劣势。因为基金经理的买入与卖出交易可能花费几天时间，当其公布每日持仓时，其他的交易者就可能判断出该基金的买卖策略并加以利用。

在美国证券交易委员会批准某种新的主动管理型 ETF 可以不必每日公布持仓前，必须确保这种对投资公司法的修改或特例有足够的公众支持并且符合美国证券交易委员会保护投资者的职责。直至创作本书时，美国证券交易委员会还没有批准一种非透明的主动管理型 ETF 结构。但是，ETF 是一个快速发展的行业，可能当你阅读本书时，美国证券交易委员会已经批准了某种更加完美的主动管理型 ETF 结构。

## 主动管理型 ETF 的优势

不少公司对主动管理型 ETF 充满期待，他们期望以产品创新者成名，并最终可以向基金公司授权使用他们的方法。这将使这些公司的获利不菲。但是目前还很少有人谈及主动管理型 ETF 可为个人投资者带来的好处。以下是主动管理型 ETF 给个人投资者带来的 5 种好处：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1. 主动管理型 ETF 目前谈论最多的优点，是其收益有希望超越指数型 ETF 所跟踪的指数。考虑到大多数主动型的开放式基金都败给了指数 ETF，并没有足够的理由支撑这个论点。然而，“希望大于理由”就是主动型 ETF 的市场营销方式。从这一点开看，主动型 ETF 肯定能成功募集到大量的资产。

2. 主动型管理 ETF 的最大获益者，是那些主动型开放式基金的投资者。主动管理型 ETF 将比相应的开放式基金有更低的佣金，因为 ETF 的运行方式使基金公司可以免去客户服务的成本，并降低总的基金管理成本（见第四章）。

4. 如同指数型 ETF，主动管理型 ETF 也可以通过 ETF 特有的发行或赎回过程降低税负，在税负方面优于传统的主动型开放式基金（见第四章）。这可能成为主动管理型 ETF 的最大卖点。

5. 交易的灵活性是另一个关键的优点。如同指数 ETF，主动管理型 ETF 也允许交易者在全天交易，并且可以使用融资买入或融券卖空等交易手段。

## 主动管理型 ETF 的劣势

开发主动管理型 ETF 的基金公司可能从这些产品获利颇多，但个人投资者呢？由于每日公布持仓，基金经理将面临多种困难，而且这些问题可能在市场波动大的交易日被进一步放大。下面是基金经理将面临的两个问题：

1. 主动管理型 ETF 的发行公司被要求每日公布 ETF 的持仓情况。签约交易商者需要根据每日最新的基金构成说明书来构造一揽子证券并同基金公司交换 ETF 股份。

公布持仓情况对于大型的基金或持有低流动性证券的基金可能会成为问题。在主动型开放式基金运行过程中，基金经理总是不遗余力地隐蔽持仓、掩饰交易策略，防止被竞争对手利用。完全公布持仓会妨碍基金经理实现投资策略，因为其他的投资者可以看出基金经理的投资意图并抢先采取行动，这就会降低了 ETF 的获利机会，从而给 ETF 股份持有人带来损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



另外，投资者可以免费看到优秀的基金经理在精心研究后所作出的投资决策，并跟随基金经理的投资策略进行投资。普通投资者不用买入 ETF 的股份也可以每天看到公开发布的基金持仓信息。优秀的基金经理在投资行业是稀缺昂贵的资源。如果基金经理业绩优秀，那么不久就会有投资者免费搭便车，尾随并冲淡基金的投资收益。

最后，主动管理型 ETF 的基金经理可能因为担心市场竞争者获知并利用其投资策略而不愿意调仓，这就很可能会损害 ETF 股份持有人的收益。所有这些问题都可能降低主动管理型 ETF 的竞争优势，并降低投资者选择主动管理型 ETF 的意愿，使他们转而投资透明性更低的开放式基金。

2. 主动管理型 ETF 可能在市场波动大的交易日里，股份价格相对资产净值出现大的溢价或折价。在指数型 ETF 的运行过程中，签约交易商可以通过套利交易使 ETF 股份价格与资产净值趋于一致。只要出现足够的价格差异，立刻会吸引套利交易将这种差异消除。但是，在主动管理型 ETF 的运行过程中，签约交易商可能难以对 ETF 价格进行同样有效的控制，在不能准确知道 ETF 成份证券的情况下，就很难在套利交易中对冲仓位，于是 ETF 股份价格相对资产净值的差异很可能扩大。

大幅的价格差异很可能出现在市场关闭时的最后一次交易。在那个时间点，ETF 成份证券的变更很可能拉动资产净值远离最后一笔交易的价格。敏感的媒体很可能抓住这种价格差异不放，并引发公众的责难。2007 年 3 月就曾发生过这种情况，由于市场的大幅波动，新兴市场 ETF 受到了舆论批评。这是由于媒体对 ETF 缺乏认识而引起的。

## 小 结

交易所交易证券的下一次革命将是主动管理型 ETF。一旦美国证券交易委员会批准了不必每日披露信息的真正主动管理型 ETF，将会引发新 ETF 产品的浪潮并冲击传统主动型开放式基金数万亿美元的市场。

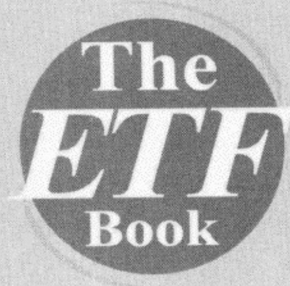
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



运作主动管理型 ETF 对基金经理来说有很多困难。一个主要问题是，如何应对每日公布 ETF 的持仓情况。这就像一群人在玩扑克牌，但只有你的牌是牌面朝上让其他人都看见，牌桌上的其他人都可以根据你的牌来玩。

主动管理型 ETF 仍面临很多挑战。即使不考虑 ETF 基金必须每日公布持仓情况的限制条件，基金经理要战胜市场基准指数也是一件很难的事。大多数市场内部人士认为，只要市场上对主动管理型 ETF 的需求足够大，美国证券交易委员会迟早会以某种方式允许主动管理型 ETF 不必每日公布持仓情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




All You Need to Know
About
Exchange-Traded Funds

# 第二部分
# 证券投资指数的原理和方法

第六章 基准指数和策略指数
第七章 指数构造方法图
第八章 成份股筛选
第九章 成份股权重确认



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第六章

# 基准指数和策略指数

绝大多数 ETF 基金都试图跟踪标的指数的业绩表现。所以，了解指数的构成并进行维护将是指数投资分析中一个重要组成部分。如果了解了指数提供商选择成份股和赋予权重的过程，那么投资者就能深入了解了 ETF 基金是如何运作的，并能够作出更加理性的投资选择。

ETF 基金公司很容易找到大量的指数提供商。全球现在有成千上万只股票在交易，通过成份股和权重的组合可以创造出无穷的指数。仔细研究每只指数的构成方法几乎是不可能完成的任务，因为每天都有很多指数问世。但是，我们可以根据指数的基本构造方法来对指数进行分类。接下来的几章我们将介绍一些基本的指数分析工具，凭借这些工具投资者就可以学会如何挑选 EFT 基金指数。

基本的指数类型只有两种：基准指数与策略指数。基准指数的基本功能是测量金融市场的总体表现或者某个市场局部的整体表现。相反，策略指数则旨在衡量一各投资策略。

基准市场指数基金和策略指数基金是两种完全不同的投资品种。前者赚取的是扣除费用后的市场回报率，而后者赚取的则是扣除管理费用后，投资组合的收益。对投资者而言，基准市场指数基金和策略指数基金都是可以选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



择的投资品种。

本书第二部分探讨了指数构造方法。本章我们将分别讨论基准指数和策略指数，了解每种类型的细节及其优劣。第七章详细介绍了我们首创的指数策略图。这些图表可以帮助投资者快速地了解各种不同的指数是如何构成和更新的。第七章和第八章将详细介绍指数构成的方法。

## 基准指数的定义

19 世纪末期查尔斯·道（Charles Dow）开始发布 12 只股票构成的价格指数，这是测量市场回报的开始。查尔斯·道一开始只是简单地将这 12 只股票的收盘价汇总。这种计算方法仅仅是反映了股票价格而不是公司的价值。股票价格为 100 美元的小公司在道琼斯平均价格指数中的权重是股票价格为 10 美元的大公司的 10 倍。这虽然很不严谨，但直到今天道琼斯公司还是用这种方法计算指数。

20 世纪中叶，基准指数开始使用市值加权的方法计算指数。这是公司价值计算方法的一项重大进步。市值加权指数用股票的收盘价乘以发行总股本作为权重。这种方法除了可以显示股票价格变动外，同时还是一种测量市场总价值或者某一部分总价值变动的标尺。市值加权指数目前已经是衡量全球股票市值价值的标准方法。

测量金融市场总体表现的基准指数都是用市值加权。这样做的目的是为了反映目标证券的市值。基准指数都是被动指数，这意味着它需要尽可能准确地反映市场的真实情况。基准指数未必将市场中的所有个股都包括在内，只要样本足够大就可以完整反映市场情况了。这表明了指数中的每只成份股的权重都是指数中所有其他成份股权重的相对比例。简单地说，基准指数的成份股是被动选择市值加权。

从很多角度来分析，基准指数都是一个非常重要的金融指标。它是全球公认的衡量价值的指标，包括像美联储这样的机构在进行经济分析时也将其作为重要的参考指标。所有的商学院和学术机构也都在研究中广泛使用基准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数。事实上，所有的资产配置决策也都是根据基准指数的表现，无论是个人投资者使用的简单方法还是机构投资者使用的复杂模型，他们都要紧盯基准指数。另外，我们衡量基金经理业绩表现时也是用基准指数。最重要的是，过去 30 多年的指数投资实践中，绝大部分跟踪标的也都是基准指数。

## 策略指数的定义

策略指数和基准指数的关系时非此即彼。策略指数不是为了测量市场总体或者某个部分的价值。我们接下来会详细解释交易指数的作用。策略指数在成份股选择和权重方法方面都与基准指数不同。

一般而言，策略指数提供商对经济研究、学术探索或资产配置没什么兴趣。他们的主要目的是创造和维护一个商业产品。这些指数提供商从授权的投资公司收取授权费。被授权商主要包括 ETF 在内的各种投资公司。策略指数提供商在新兴的 ETF 市场获得了一席之地。

## 什么是好的基准指数?

基准指数是所有投资策略业绩相互比较的基础。早在 1990 年初，注册金融分析师（CFA）协会就提出了构建基准指数的指导原则。该协会在全球有超过 8 万名会员，而且是金融分析人员从业道德准则，职业教育和专业水准的标准制定者。

基准指数指导原则颁发的目的是为了保证指数在构建和维护过程中的适当性、清晰性、完整性和统一性。在注册金融分析师（CFA）协会看来，一个好的基准指数应该具备如下特征：

**简单和客观的选股标准**。指数应该有一套简单清晰的准则来挑选债券、股票或者其他金融品种。投资者应该能够预见和认同指数中的成份证券变化。

**完备性**。在正常市场情况下，指数应该保证包括所有可以购买的品种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



无论是现有的还是新上市的证券都应该有及时的报价，这样可以保证指数水平的准确。

**可复制**。市场参与者应该能够获取指数公布的总回报。从长期看，指数必须能够反映跟踪该指数的被动投资者的真实收益。同时，投资者能够获得指数成份股和历史回报的数据。指数对各方都应该是公平的，不论是作为衡量基金经理的业绩的标准还是作为投资管理公司考核基金经理的基准。

**稳定性**。指数不应该频繁地调整成份股，所有的调整都应该简单易懂，而且投资者可以很容易预见。指数不能随时调整成份债券或者成份股。相反，指数的成份股应该定期调整以反映市场结构的变化。指数的基本目的是提供一个被动投资的业绩基准。因此，投资者为了跟踪指数不能被迫进行过多的交易。

**适当性**。指数对投资者应该有明确的投资意义。最根本的要求是，指数应该能跟踪投资者感兴趣的市场总体和局部市场。

**易投资性**。无论是总体指数还是局部指数都应该对投资者敞开大门。这条准则尤其适用于国际指数，因为部分国家会对投资者投资本地债券和股票设置障碍。

**费用明确**。在一般的投资过程中，常见的费用包括税收、保管费和交易佣金等。对于总体指数投资和市场局部指数投资，投资者都应该能很好理解这些费用，同时这部分费用不能太高。假如费用不可预知或者频繁变动，指数就很难准确衡量市场表现。

注册金融分析师（CFA）协会的指导准则非常重要，但这并不是我们必须遵守的准则。大家只要稍微留心一下就可以看到，很多策略指数就偏离了上述准则。这并不意味着策略指数就不是好的投资项目，同时，那些跟踪基准指数的 ETF 也未必都是成功的投资。事实上，有不少跟踪策略指数的基金收益颇丰，也有不少基准策略指数表现平平。

本书的目的就是要告诉读者不同的指数构造方法，以及这些不同的构造方法对投资业绩的影响。如果想成为一名资深的 ETF 投资人，你就应该仔细

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



去了解指数的构造方法，这样才能胸有成竹，有的放矢。

## 详解基准指数

基准指数是为了尽可能准确地测量某个市场总体或者局部的价值。基准指数通常都是一揽子稳定的股票、债券、商品或者其他资产，全世界都把这些指数的水平、风险和回报作为衡量市场的基础。基准指数代表了投资者可以选择的投资机会的总和。投资者都可以按照指数提供商之前确认的准则投资于这些指数。

基准指数的成份股通常都是被动选择市值加权的。一般而言，指数提供商都会广泛选择成份股，而且尽量少的调整成份股。一些指数提供商会选择二级市场所有的证券作为成份股，而另一些指数则选取部分样本来替代整体。

很多知名的基准指数并不包含所有股票。但是，它们成份股的市值足够大，所以可以替代总体市场。指数提供商采取各种优化的抽样方法来选择股票，以保证指数的表现尽可能接近总体市场。比如，标准普尔 500 指数并不包括所有大盘股，但由于其拥有足够大的市值，因此其风险和收益特征非常接近大盘股总体的表现。

基准指数的成份股是跨不同交易市场的。比如，标准普尔、摩根士丹利资本国际、弗兰克罗素公司和道琼斯威舍尔股票指数都包括不同交易所的股票。这些指数的成份股都是从纽约证券交易所和纳斯达克交易所选择。虽然每个交易所都有衡量其股票交易状况的指数，但这些策略指数并非是为了测量市场总体的价值。所以，交易所指数不是一个好的基准指数。

基准指数都是市值加权。每只股票的权重是由其市值相对该指数总市值的比例而定。因此，市值大的公司对指数的影响会明显大于小公司。

市值加权的方法很多，包括总市值、自由流通市值、受限市值和流动性。总市值和自由流通市值的差异在于前者包括了公司发行在外的所有股份，而后者只包括个人投资者可以购买的股份。自由流通市值是股东可以随时卖出的股份。例如，总市值加权的美国大盘股指数包括微软公司所有发行在外的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股份，而自由流通市值加权的美国大盘股指数则不包括微软公司高层个人持有的股份。由于排除了不能自由交易的股份，自由流通指数代表了投资者可以在公开市场购买的所有股票。

流动性指数是一个比较新的概念。指数服务公司用日常交易的数量而不是自由流通市值来决定权重。流动性指数的兴起是因为新兴市场逐渐繁荣，但在新兴市场中，有些股票的总股份很大，流动性却很差。

指数中某个成份股比例过大时，就会使用受限市值的方法，比例过大的成份股的权重被限制为 5% 或者 10%，超出的部分平均分配到其他股票上。受限市值指数可以保证指数不受单只股票的影响。

### 风格和行业基准指数

市场总体指数包括众多成份股，而风格和行业指数则将这些股票分为不同的部分。市场总体指数常被分为风格、行业和类型指数。例如，风格指数包括大盘股和小盘股指数，价值和成长指数。行业指数包括技术股指数，能源股指数、房地产指数和医疗护理行业指数等。债券总体市场指数可以再细分为公司债指数、抵押债券指数、国债指数以及更多下位分类。

股票风格、行业、债券的不同类型都是总体市场指数的一部分。它们汇总在一起就构成总体市场指数。这样的指数体系构成一个层级结构。以罗素指数为例，罗素成长 10000 和罗素价值 1000 构成罗素 1000 指数体系。罗素 1000 指数加上罗素 2000 指数就是罗素 3000 指数。不同的债券类型指数合并也可以得到债券总市场指数。比如，巴克莱债券总指数就是由可投资公司债指数、抵押证券指数、国债指数和其他美国固定收益类债券合并而得的基准指数。

总市场指数是各个部分之和。这也是基准指数和策略指数的一个重要区分点。在本书接下来的部分以及指数策略图中，读者可以进一步了解它们的差异。

### 如何使用基准指数?

基准指数有很多用处。下面是基准指数最常见的 4 种用处：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1. 它是经济政策研究和学术研究的基础。
2. 它是资产配置决策的基础。
3. 它是衡量某种投资策略有效性的基准。
4. 它是指数基金管理的基准。

经济学家和学术机构用基准指数来测算和比较不同国家债券的价值和业绩表现。在经济学家眼里，股票、债券、商品和衍生品市场是对未来商业活动预期的温度计。行业板块指数则是很好的衡量投资者情绪的指针，以此为线索可以推断未来不同行业的表现，不论是房地产业还是零售业都会露出蛛丝马迹。中央银行利用总体基准指数来监测经济表现，比如美国经济先行指数就会用到股票基准指数，这些指标对于判断美国经济的未来发展至关重要。

过去数十年美国已经累积了可靠的基准指数数据。投资者和研究者利用这些长期的历史数据来判断不同市场之间的相关性，因此作出资产配置的决策。另外，很多投资者也通过比较当前和历史的市场估值水平来调整自己的投资组合，以此来降低风险和提高收益。

基准指数代表了主动管理投资策略可以选择的最大股票池。总体市场指数反映了投资者可以自由购买的股票数量以及总市值。对于所有投资者而言，这是他们的备选股票池。

一些主动管理基金也把风格和行业指数作为投资的基准。例如，美国大盘价值股指数就是衡量大盘价值型基金业绩的准绳。通常，基金经理都会提前披露基金选股的风格并且作为日后衡量其业绩表现的基础。

基准指数也是主要的指数基金跟踪的标的。从全球范围看，投资于基准指数的资金要远远多于投资于策略指数上的资金。在 ETF 行业同样如此。有意思的是，跟踪策略指数基金的数目要远多于基准指数基金的数目。在美国证券交易委员会注册的 ETF 基金的数量是基金指数基金数量的两倍。

## 详解策略指数

今天新发行的 ETF 绝大部分都是跟踪策略指数。与主动型管理的基金经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



理一样，策略指数也是跟基准指数比较业绩。策略指数不是为了衡量市场的价值、不是为了学术研究和资产配置，也不是为了衡量基金经理的投资业绩。绝大多数策略指数构建和维护的唯一目的就是创造一种半主动型的并以基准指数为业绩衡量标准的投资产品。

当你读到本书的第二和第三部分时，可能看到一些与众不同的策略指数。其中一些指数构思非常奇特，而有些则表面悖于常理，还有一些指数看起来一点都不严肃。非常有意思的是关于策略指数的绝大部分研究都是由指数服务公司自己作出的，而这些指数服务公司往往与他们的客户有利益关系。除了指数服务公司，似乎很少有人在研究策略指数。

在众多的策略指数中，一个被标榜为“基本面指数”的策略指数格外引人注目。这种方法的要点在于不是用公司的市值加权，而是用公司的基本面数据来加权。这个想法和价值投资策略不谋而合。价值投资者认为，从长期看价值股优于成长股。（详见第九章）不过，未来这种优势是否长期存在，没人会知道。关于基本面指数优势的绝大部分实证研究都是由其指数服务公司进行的。同时，没有利益驱动的学术机构则发表了负面或者中性的研究成果。投资者在投资类似指数时要仔细辨别是否符合自身需求。

基本面指数提供商希望我们将他们的指数也作为基准指数。这是几乎不可能的。和其他策略指数一样，基本面指数也就是构成投资产品的基础。经济学家不会用基本面指数替代市值指数，美联储也不会将这个指数作为预测经济的先行指标，投资顾问也不会把基本面指数作为衡量主动基金管理的业绩基准，同样投资者也不会把基本面指数作为评估资产配置的基础。

基本面指数是一种可行的价值股投资策略。从这个角度看，这个策略为ETF基金提供了一种价值投资的选择而非一个基准指数。这就是所有关于基本面指数的故事。

## 关于指数的不同看法

美国证券交易委员会并没有规定指数的定义，也没有规定应该构建哪种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数。在作者看来，美国证券交易委员会将指数视为一揽子股票，这些股票都是根据事前公布的准则选择、加权和管理。这样，关于指数的传统观点就不再成立了，传统认为指数是由市值加权的被动选出的股票组成。

基准指数提供商将他们的指数产品视为价值衡量工具。这些指数产品是比较不同市场表现的标尺，是衡量国家财富的标杆，也是计算不同投资策略成败的准绳。基准指数由于历史长、积累的历史数据多，因此经济学家、分析师和学生都对它进行研究和揣摩。金融机构在进行资产管理时也把它们作为资产配置的基础。

策略指数提供商并不认同指数被划分成基准指数和策略指数。他们更愿意将指数定义成任意基于规则的投资策略，这些策略可以打包做成一个投资产品然后卖给投资公司，至于指数是如何建立的并不重要。这些公司的目标就是要把投资者计划投入基准指数基金的资金转移到策略指数基金上来。扩大指数的概念使投资者更加迷惑，这同样对指数基金管理公司也有利。

一些基准指数提供商现在也开始提供策略指数。基准指数往往成为他们的旗舰指数，也是让他们成名和获得尊重的基础。策略指数则主要是为了获取授权费。

策略指数服务的竞争已经变得非常激烈。指数提供商既包括提供数千种基准指数的大公司，也有仅提供少量策略指数的小公司。策略指数服务巨头之一是标准普尔公司，具有讽刺意味的是它同时也是最有名的基准指数——标准普尔系列指数的提供商。通常的模式是指数公司的分析员和基金管理公司一起来构建指数来模仿各种投资策略。标准普尔公司一共开发和维护了数百种策略指数，服务的客户包括几家共同基金和 ETF 公司。

## 小 结

基准指数的基本功用是衡量金融市场总体和局部的价格和收益状况。其成份股通常都是被动选择，反映市场中多个维度的状况。每个成份股的权重是根据其市值与指数中所有其他成份股总市值的比例。基准指数是学术研究、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



政策分析、资产配置和业绩比较的基础，同时也是指数基金的基础。

现在，策略指数基金已经成为新发行 ETF 的主导产品。策略指数提供商在成份股选择或者成份股权重方面进行一些主观判断，也有些指数同时对这二者进行干预。策略指数提供商的目的是为了跟踪一种特定投资思路的业绩表现而非跟踪总体市场表现。所以，策略型 ETF 基金提供了不同于基准指数基金的风险和回报特征。

我们生活在一个不断变化的投资世界，新的思想不断挑战旧的规则。ETF 基金的兴起就是这种变化背后的一个主要推力。投资者也会从这些变化中学习和获益。到底投资基准指数 ETF 还是策略指数基金，是投资者自己的选择。只要有可靠的方法去评估和充分的了解，多一种选择总不是坏事。基准指数 ETF 基金和策略指数 ETF 基金无所谓谁更好或更差，它们各有优劣。不论你选择基准指数，还是策略指数，或者二者同时买入，这都取决于你对指数构造方法的判断，以及哪种指数能帮助你实现财务目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第七章

# 指数构造方法图

19世纪开始出现的金融指数是为了测量金融市场交易证券的价格变动。第一只指数仅仅是简单计算了一些股票的平均收盘价格，丝毫没有考虑公司的价值。

20世纪随着数据收集方法的进步，指数中也包括了更多的证券。更多成份股的加入提升了指数作为衡量市场指标的可靠性。另外，成份股也是根据自身的市值与指数中其他成份股总市值的比例来确认权重。市值加权指数很快成为一个重要的基准工具，经济学家、研究人员、基金经理和投资顾问都在使用它。

到了21世纪，金融指数的扩展远远超越了传统的基准指数概念。今天，人们将指数看成是一个事先定义清晰的股票池，这些股票的选择和权重都是依据事先确定的规则。指数构造的方法也不再像之前那么简单，变得复杂和烦琐。现在的指数是“外简内繁”，指数化投资的市场也越来越丰富和扑朔迷离。

美国证券交易委员会对指数的解释非常宽泛。它认为只要是根据事先公布的规则来选择股票、赋予权重和定期维护的一揽子股票就是指数。至于构建指数的原因和指数作为一种投资产品的安全性并未提及。这样的说法使得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数基金分析变得颇为困难。

传统的共同基金分类方法对指数基金并不完全适用，尤其是在 ETF 基金兴起后。所以我们迫切需要一套对指数进行分类的方法来帮助投资者在众多的指数中选择自己所需要的。

## 指数必须遵守规则

要想成为 ETF 基金的投资标的，一个必要条件是指数必须根据事先公布的规则来构建和维护。指数提供商必须严格遵守这些规则，从而使投资者信任这些指数。如果指数提供商违背自己定下的指数规则，或者过于频繁地调整规则，那么这个提供商就会有失去投资者信任的风险。

指数构建和维护的规则通常都会在指数提供商的网站上公布，也会出现在基金公司递交给美国证券交易委员会的发行申请材料里面。另外，跟踪这些指数的基金公司也会在自己的网站上详细解释指数的构建和维护规则。这些规则必须写得十分简单和清晰，以便让普通投资者也能明白这些指数是如何设立和运作的。

不过，现实和理想总是有差异的，共同基金和 ETF 行业也一样。按照常理，基金公司和指数公司应该尽可能详尽地向投资者解释他们的产品。然而，很多指数构造规则的解释是令人费解或者不完整的，甚至有的规则压根儿没有给出解释。这样的现状使得对指数的研究变得很困难，投资者不得不对这些不完备的信息深挖掘，来了解跟踪这些指数的基金。

部分基金公司在他们提供的指数产品中，实际上并没有提供选择成份股和赋予权重的方法。这些公司只是例行公事地讲一讲他们的指数方法属于商业秘密不能公开。不过在他们的市场推广材料中，却卖力地展示指数的模拟交易业绩。

ETF 基金的成功是一个传奇。ETF 基金的革命降低了投资成本，提高了交易的灵活性，降低了税负。令人遗憾的是，一些 ETF 基金公司并没有随着其产品的进步而提高披露水平和营销技巧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 指数构造方法图

指数构造方法从总体上说可以分为两个部分：一是成份股选择方法，二是成份股权重。所有的指数提供商都要面对这两个问题，因此我们可以创造一个分类和组织体系。指数构造中成份股的选择是第一步。确定选出的成份股的权重是指数构造中的第二个问题。所以，成份股选择方法和权重确定方法就成为指数构造策略图的两个维度。

指数构造方法图可以让指数成份股选择和权重确定方法变得简单易懂。只要了解了一个指数的成份股如何选择和权重如何确定，投资者就基本清楚了该指数和总体市场的关系。利用指数构造方法图和相关表格可以极大地节省投资者分析和选择 ETF 基金的时间。

我们将在本章和下两章了解指数构造方法图。本章会大致地介绍一下常用的 3 种成份股选择方法和 3 种权重确定方法。第八章将结合很多实际例子详细地讨论成份股选择方法。第九章我们将介绍更多的成份股权重赋予方法和实例。

## *指数构造方法图简介*

20 世纪 90 年代，晨星公司推出了后来广为人知的晨星基金风格图，该风格图有助于基金投资者了解共同基金类型。该风格图将股票和固定收益基金分成九宫。股票风格图将共同基金按两个维度分成九宫。固定收益风格图将债券基金按照平均久期和平均信用评级也分成九宫（详见第十章和第十四章关于晨星风格图的解释）。

指数构造方法图采用类似的九宫图方法。9 个区间代表不同的指数构造方法。不过我们这里的方法图内容和晨星的风格图完全不同。指数构造方法图将指数按照其构造方法进行分类，而不是按照投资风格分类。

纵轴是 3 种常见的成份股选择方法：被动选股、过滤选股和数量选股。横轴是 3 种常见的成份股权重确定方法：市值加权、基本面加权和固定权重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



法。如图 7.1 所示。

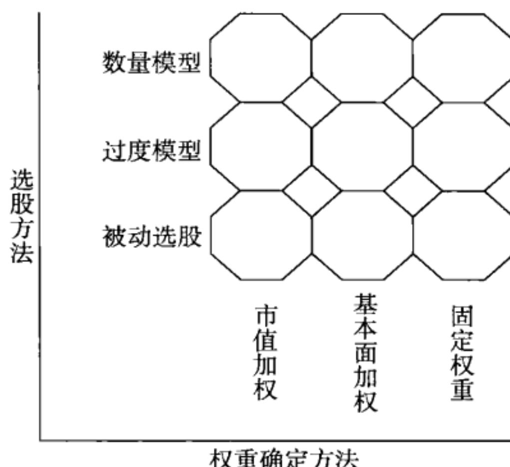



**图 7.1　指数构造方法图**

资料来源：Pontfolio Solutions，LLC.

指数构造方法图可以帮助投资者了解指数的构造和维护方法。一个指数落在哪个方框中可以帮助投资者了解跟踪它的指数基金在市场不同阶段的表现。

当你使用指数构造方法图时，我们假定你已经决定了投资哪种风格的 ETF 基金。你现在要做的事情就是找到那种风格的指数，了解其构造方法，然后选择一只合适的 ETF 基金。

举个例子来说明：你决定买一只大盘价值 ETF 基金，它的跟踪标的是美国大盘价值指数。接下来你可以到 www. etfguide. com 网站搜索 ETF 基金数据库，分析不同的指数，选出你中意的类型。你可以选择低成本的基准指数基金，其成份股是被动选出，权重确定方法是市值加权。你也可以选择一只策略指数基金，这个指数基金通过更加复杂的选股方法或者市值加权方法来取得更高收益。

指数构造方法图的另一个好处是它可以适用于任何资产类型。不论是股票、固定收益证券，还是商品期货价格指数，都可以使用这套方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



另外，几乎所有基准指数的局部指数都可以进入九宫图的某一个区间。举例来说，罗素 3000 指数是采用被动选股和市值加权的基准指数。它属于九宫图的左下角的那个区间。而罗素 1000 指数是罗素 3000 指数的一个子集，也是采用被动选股和市值加权。所以，罗素 1000 指数也属于那个区间。当然这种方法总有例外，不过一旦你能理解这些基础知识，分类还是相对直观的。

## *成份股选择轴*

指数构成方法图的纵轴表述的是指数提供商所用的股票选择方法。这里的类别代表的是从金融市场中选择成份股的规则。3 种选股方法分别是被动选股、过滤选股和数量选股。接下来我们将介绍这 3 种选股方法，第八章我们会详尽地解释每种方法。

第一类是被动选股（如图 7.2 所示）。被动选股的目的是复制市场总体或者某个局部的表现。虽然指数提供商希望被动指数能反映市场全貌，但绝大部分指数提供商提供的指数不会包含所有上市交易的股票。被动指数的成份股通常很多，其风险和收益特征与市场总体非常接近。另外，许多 ETF 基金并不全部持有所跟踪指数的全部成份股，虽然基金经理的目标是尽可能跟踪指数业绩。

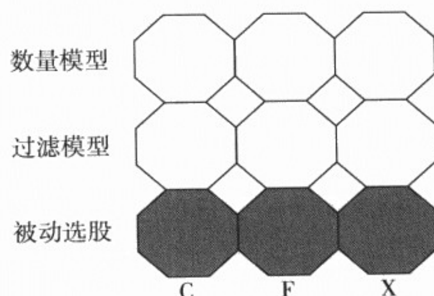



**图 7.2　被动选股**

资料来源：Pontfolio Solutions，LLC.

一般而言，要成为被动指数成份股有几个条件。这些条件通常包括总股本数、每日成交量、市值等。被动指数的这些限制条件并不会影响指数的表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数提供商和基金管理公司使用不同的被动选股方法，包括全样本法、抽样法、优化法、买入持有策略，以及样本中加入期权、期货或掉期衍生品的方法等。所有这些成份股选择方法的前提都是成份股组合的表现应该尽可能地接近市场总体表现，不论该指数具体采用的是何种方法。

第二种指数选择的方法是过滤选股（如图 7.3 所示）。使用不同的过滤准则可以将一些不合格的股票排除在外。过滤法都是从一个完整的股票池开始，然后排除没有达到标准的股票。过滤法比被动法对股票的要求要高得多，其中包括基本面因素、社会因素、交易所因素等其他诸多因素。过滤法的基本思路是去掉不满足要求的股票，这样指数中的成份股都具有指数设计者希望看到的特征。

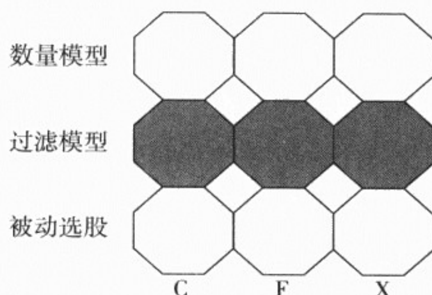



**图 7.3 过滤选股**

资料来源：Pontfolio Solutions，LLC.

分红能力过滤就是一种最常见的基本面过滤方法。分红指数第一步将没有定期发放季度分红的股票排除在外，第二步是将最近 3 年没有发放分红的公司排除在外，第三步是确保剩下的股票在过去 5 年没有减少现金分红。最后剩下的股票就成为分红指数的成份股。过滤指数的换手率通常都很低。

一些社会因素也可以成为过滤准则。例如社会责任指数就会把对社会有害的行业或者价值观不符合社会公认准则的股票排除在外。经常被排除在外的股票包括烟草、酒精和博彩行业等。排除这些行业后，指数中剩下的公司就是对社会负责的公司了。

第三类股票选择的方法是数量选股法（如图 7.4 所示）。数量指数是建立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在复杂的数学模型基础之上的，通过计算机计算得出。这类模型通常被称为“黑箱”，因为外人无法得知模型是如何运作的。

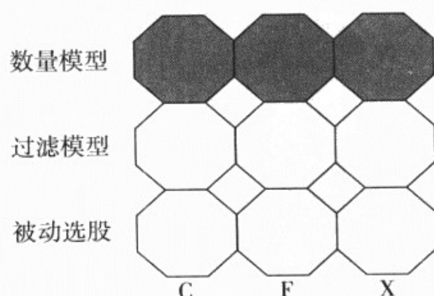



**图 7.4　数量选股**

资料来源：Pontfolio Solutions，LLC.

数量选股的指数提供商通过计算机程序甄别出他们认为能预测股票价格和收益的信息。总的想法是将未来可能胜出和失败的股票区分出来。股票根据数量模型的得分被分成几个等级。最优等级的股票再通过优化得出一个能击败市场的组合。数量模型的换手率通常都很高。

绝大部分数量选股模型的细节都没有对投资者公开，披露出来的信息仅仅是皮毛。指数提供商和基金管理公司担心人们一旦得知具体方法就会进行效仿，因此必须以某种方式取得平衡。因为竞争者一旦得知细节就会效仿他们的想法，交易员就会在指数调整时提前埋伏。不过无论如何，总有些信息不得不披露出来，所以指数提供商会不定期地重新评估他们的模型，并对模型进行调整，希望能领先自己的对手。

## 股票权重轴

一旦成份股选出来，下一步就是要考虑如何给这些股票赋予权重。指数构造方法图中的横轴将权重确定方法分成基本的 3 类：市值加权、基本面加权和固定权重。权重确定方法非常重要，因为不同的加权方法生成的指数的基本特征会有很大差异。本章我们将简单地介绍 3 种方法，第九章将作详细介绍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市值加权的方法是传统的构造基准指数的加权方法（如图7.5所示）。基准指数中成份股的权重是根据自身的市值与其他成份股市值的相对比例确定的。

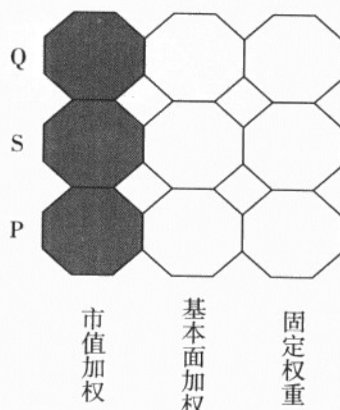



**图7.5 市值加权指数**

资料来源：Pontfolio Solutions，LLC.

市值加权通常有4种典型方式：总市值加权、自由流通市值加权、受限市值加权和流动性加权。总市值和自由流通市值的差别在于，前者是公司所有发行在外的股票总市值，而后者只包括可以在二级市场自由流通的市值。

与总市值或者流通市值不同，流动性加权是根据股票实际的交易量来决定的。虽然有些股票自由流通的股份很多，但实际成交量才是最重要的衡量指标，尤其对于基金管理公司和签约交易商而言。流动性加权对于一些新兴市场基金尤为重要。

受限市值加权指数顾名思义也是采用市值加权法，不过每只股票都被限定一个最高比例，比如5%或者10%。受限市值加权方法是为了让ETF基金满足美国证券交易委员会的一些分散投资的规定。

第二类权重方法是基本面加权（如图7.6所示）。基本面指数利用一个基本面因子或者多个基本面因子来决定成份股权重，而不是用传统的市值方法。常用的财务因子包括分红收益率、净利润率、预期净利润或者其他指标，例如股票价格、价格趋势和社会责任的定性排名等。一个常见的例子就是用股票的分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



红收益率加权，股票的分红收益率越高，它在指数中的权重就越大。还有一个例子就是股票的权重是由一个基本面变量组成的多元方程计算得来。基本面因素随时在改变，因此基本面指数定期调整以使得指数符合设定的规则。

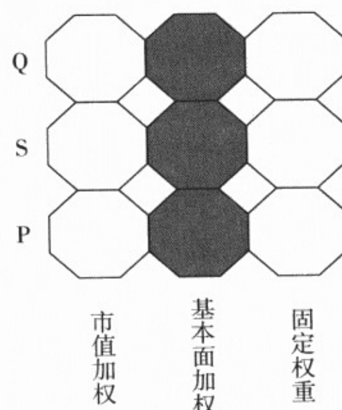



**图 7.6　基本面加权指数**

资料来源：Pontfolio Solutions，LLC.

第三类权重方法是固定权重法（如图 7.7 所示）。它又分成几个基本类别：等权、优化等权、杠杆、负杠杆和多空平衡。

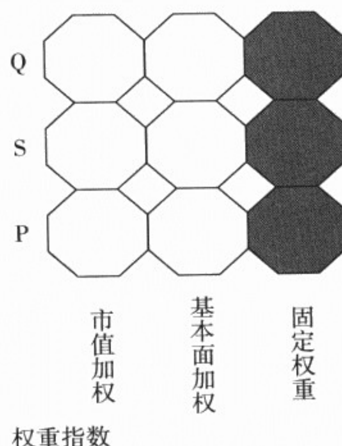



**图 7.7　固定权重指数**

资料来源：Pontfolio Solutions，LLC.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



等权方法给每个股票赋予同样的权重。例如，一只包括 100 只证券的指数，每只证券的权重都是 1%。优化权重法根据某种分级规则将证券分为两个或者更多的权重级别。例如，大市值股票的权重全部为 2%，小市值股票的权重为 1%。也可以用数量模型的方法构建打分系统，由打分系统赋予一个固定权重。例如，排名最靠前的 1/5 股票被赋予 2% 的权重，次靠前的第二个 1/5 的股票被赋予 1% 的权重。固定收益指数的权重通常每季度调整一次。

最后一类固定权重指数法是杠杆权重、负杠杆权重和多空策略权重。杠杆指数将基准指数的日度收益放大 2 倍或者 3 倍，负杠杆指数则是利用负杠杆方法将收益反向变动。多空权重的方法将那些潜力股超配，而将那些前景看淡的股票减配。

## 基准指数和策略指数

表 7.1 总结了指数构造方法图及其组成各个部分。本书其他部分都可以沿用指数构造方法图。可以适用于了解所有交易所交易指数的构造。

**表 7.1　指数策略盒子与指数类型**

| 策略盒子 | 指数类型 | 选股方法 | 权重方法 |
|---|---|---|---|
| | 基准型 | 被动 | 市值 |
| | 交易型 | 被动 | 基本面 |
| | 交易型 | 被动 | 等权重 |
| | 交易型 | 过滤 | 市值 |
| | 交易型 | 过滤 | 基本面 |
| | 交易型 | 过滤 | 等权重 |
| | 交易型 | 数量 | 市值 |
| | 交易型 | 数量 | 基本面 |
| | 交易型 | 数量 | 等权重 |

第六章解释了基准指数和策略指数的差异。我们也可以用指数构造方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图来表示这种差异。图 7.8 显示了基准指数在指数构成图中的位置，图 7.9 则显示了策略指数在构成图中的分布。

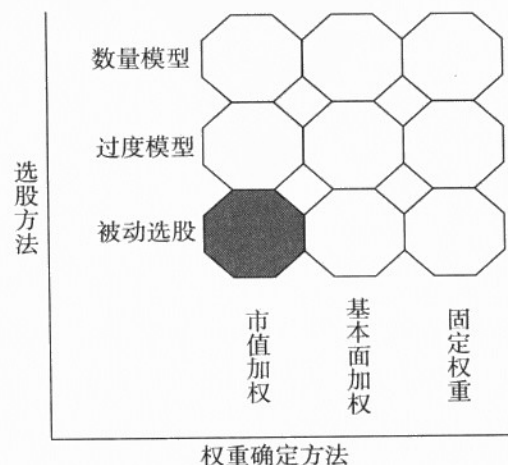



**图 7.8 基准指数构造方法图**

资料来源：Pontfolio Solutions，LLC.

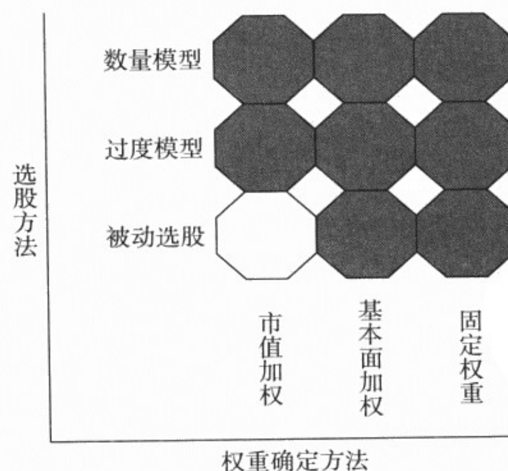



**图 7.9 策略指数构造方法图**

资料来源：Pontfolio Solutions，LLC.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



策略指数在成份股选择、成份股权重确定或者同时在这两个方面与基准指数存在差别。策略指数在选股方面可以用过滤的方法排除不合格的股票，也可以用复杂的数量模型将股票分为好股票和差股票。股票权重确定可以用基本面加权法或者固定权重方法。

策略指数倚赖于指数提供商的主观判断。一般来说，指数提供商设计策略指数的目的都是为了寻求与基准指数不同的风险收益特征。当然，他们进行业绩比较的基础还是基准指数。

## 小　结

ETF 基金和普通的指数基金都将尽量逼近标的指数的业绩。指数构造方法图用一种简单直接的方法把指数的成份股选择方法和成份股权重方法显示出来，因此可以帮助投资者了解指数基金是如何管理的。指数构造方法图可以适用于任何资产类型，包括股票、债券和商品期货。

指数都是基于规则的。规则可以分成两个方面：一是成份股选择，二是成份股加权的方法。不同的成份股和权重选择方法对跟踪这些指数的基金的业绩表现和风险特征影响很大。

指数构造方法图是区分指数化产品，包括 ETF 基金的一个重要进步。要想理解 ETF 基金的风险收益特征，需要详细地了解指数的构建和维护方法。在 ETF 基金研究中运用指数构成方法图，将大大减少基金分析的时间，有助于投资者选择合适的投资品种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第八章

# 成份股筛选

指数构造方法图根据 ETF 基金所跟踪指数的构建与维护规则，对 ETF 进行了分类。方法图的横坐标代表了证券选择方法的多样性，而纵坐标代表了多样的成份证券权重确定方法。了解指数成份证券的选择方法与权重确定方法，是深入认识 ETF 基金的重要一步。

ETF 基金经理可以通过多种方式跟踪指数。他们可以完全复制指数的成份证券，对指数成份证券进行抽样，或是使用指数所对应的金融衍生品。对 ETF 投资者来说，最重要的是 ETF 所跟踪指数的管理方式以及指数的特征，而不是基金经理如何跟踪指数。

分析指数的第一步是成份证券的选择，第二步是成份证券的权重确定。本章详细解析了指数成份证券的选择方法。第九章将详细解析指数成份证券的权重确定方法。

## 成份证券选择方法类型

指数提供商公布了每只指数选取成份证券所遵循的规则。这些规则能帮助投资者了解指数的构造。一些指数提供商发布详细的信息来描述他们所使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用的方法，而一些指数提供商仅发布最低限度的信息。采用被动型证券选择方法的指数相对于采用过滤策略或数量化方法选择证券的指数，通常更加透明。

**表 8.1　选股方法及其基本类型**

| 被动选股（P） | 过滤选股（S） | 数量选股（Q） |
|---|---|---|
| 完全复制（A） | 交易所过滤（E） | 经济周期模型（E） |
| 抽样选择（S） | 基本面因素过滤（F） | 多因子模型（M） |
| 买入持有（B） | 价格趋势过滤（P） | 趋势模型（X） |
| 单只证券（I） | 主题过滤（T） | 非公开模型*（P） |

*　非公开模型意味着没有足够的公开信息用于分析这种方法。

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

不幸的是，一些指数提供商所提供的信息过于模糊，投资者必须深挖数据并致电指数提供商才能获取基本的信息。通常，越是复杂的指数选择方法，公开的信息就越少。

指数构造方法图的 3 条横格，代表了指数选股方法的 3 种基本类型。表 8.1 列出了这 3 种类型以及各类型下典型的选股方法。附件 A 中给出了更详尽的指数选股方法列表，以及在指数构造方法图中的相应缩写。这些方法类型和名称的缩写被应用于本书第三部分的表格中。

指数提供商基于事先预定的规则选择成份股，并严格执行。所选择的成份股必须适合一定的特征要求。而且，一旦证券被选入指数，该股票的特征将被持续跟踪，以确保按规则仍然属于指数。一些选股规则适用于所有指数，而大部分选股规则都是适用于特定的指数。

一项适用于几乎所有指数的选股规则是“适当的流动性”，交易活跃的成份股，确保了指数能准确地对应一定的市场价值。成份股的流动性，也是基金经理跟踪指数所必须考虑的。

指数发行商每日列在证券组合构成说明中的股票，必须满足一定的最小市值与最小交易量条件，这样签约交易商就可以从市场上顺利购买这些成份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股。如果这些成份股在市场上不能顺利买入或卖出，那么签约交易商将无法选取一揽子股票用于 ETF 基金的发行与赎回。

指数选股方法分为三大类：被动选股、过滤选股以及数量选股。被动选股策略，是在剔除低流动性的证券后，完全复制一个市场或市场分支。过滤选股策略，是使用一定的过滤条件剔除市场上的大部分证券，以得到指数提供商关心的证券列表。数量选股策略，是使用数学模型精选出少量的证券，指数提供商相信所得到的证券投资组合可以优于市场基准指数。

## 被动选股

“我不知道该买哪只股票。我可以买所有股票吗？”你当然可以，或至少可以接近这个目标。只要买入一只跟踪市场基准指数的 ETF 基金就可以满足你的需求，而该 ETF 基金跟踪的指数应使用被动选股策略复制市场。

被动选股方法使用简单的复制策略，将一个市场或分支市场的代表性证券都作为成份股。这种方法是在全球指数构造中最常用的方法。被动选股方法被用在所有的市场基准指数中，并且在 2003 年前一直是市场上唯一一种指数选股方法。图 8.1 使用指数构造方法图显示了被动选股方法。

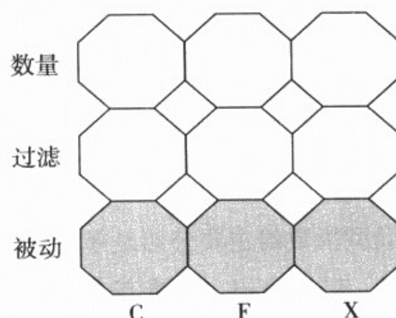



**图 8.1　被动选股方法**

被动选股方式现在仍然是市场基准指数所使用的唯一选股方法。该策略的核心目标是让指数代表某个市场或分支市场。于是，只要指数提供商认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有助于反映整个市场或分支市场，被动型指数就可以包含大量的成份股。在构成证券篮子时，也不需要对证券的业绩进行任何预测。

采用被动选股的指数有几个特征。被动选股型指数相对于另外两种选股类型指数，对成份股的调整更小，而且成份股的选择覆盖了整个市场。大部分的被动选股规则都剔除成交量小且价格不连续的股票。一些被动规则也剔除性质重复或性质反常，不符合指数目标的证券。封闭式基金与ETF基金通常被剔除在被动型指数成分之外，因为它们的成份股可能已经纳入了指数。不符合指数目标的证券将被剔除，例如：一个美国股票指数将剔除那些在美国交易的国外股票。

大型的指数提供商通常有成系列的采用被动选股方法的市场基准指数。在系列指数的顶层，是全市场指数，包含了数百只甚至数千只股票。在全市场指数之下是各种分类指数，包括规模指数（大盘—小盘）、风格指数（价值—成长）、行业部门指数（例如：科技类）。在这些分类下还可以有子分类（例如：软件类、硬件类、网络类）。一些子行业部门可以划分得非常细，以致看起来都不能称为指数（例如：纳米科技）。

一组使用被动选股方法的系列指数有一个独特的属性，即所有的分类指数成分加总后就是全市场指数的成分。被动型系列指数使投资者有机会投资于全市场或是分支市场。指数提供商并不会偏重于某种风格指数或某种行业部门指数，所有的分类指数都可供投资者选择，即由投资者来决定选择哪种指数构成ETF组合以符合其投资需求。

### *被动选股的例子*

为ETF提供被动选股型指数的主要公司是弗兰克·罗素（Frank Russel）、摩根士丹利资本国际公司、晨星公司、标准普尔（包括标准普尔/花旗集团）以及道琼斯（包括道琼斯Wilshire）。

细心的读者可能会问为什么标准普尔指数被归为被动选股类型，显然标准普尔指数的管理委员会并不是使用一种完全被动的方法。被动选股策略的目标是可以捕捉并复制整个股票市场的价格运动。一个指数不必包含市场上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所有的股票也能达到这个目标。只需要包含足够多的股票，使指数与市场的收益足够接近即可。每只标准普尔指数包含了数百只成份股。这样大的成份股数量，代表了一个很大的市场横截面，可以忽略标准普尔委员会主观判断可能造成的市场跟踪误差。

### *被动选股型系列指数举例*

位于华盛顿州塔科马市的弗兰克·罗素公司，于 1984 年建立了采用被动选股方法的罗素系列指数。罗素公司每天计算该系列的 21 个指数，罗素 3000 作为全市场指数，覆盖了 98% 的美国股票市场自由流通市值，几乎所有的罗素指数都是罗素 3000 指数的子集。

下面列举了罗素指数的构造方法。每年的 6 月 30 日，该系列指数根据 3 月 31 日的数据，对指数成分进行调整。对指数方法更详细的介绍可以从罗素指数公司网站下载。

罗素美国股票指数剔除了以下几类股票：

- 不在主要的股票交易所进行交易。
- 交易价格低于 1 美元。
- 封闭式基金、有限合伙公司、权利金信托。
- 美国伯克希尔哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）（被认为是投资公司）。
- 驻地非美国的股票、国外股票、美国存托凭证（ADR）。

余下的股票被基于市值进行排序和分类：

- 按市值从大到小对股票进行排序。
- 前 3 000 只股票纳入罗素 3000 指数。
- 最大的 1 000 只股票纳入罗素 1000 指数。
- 之后的 2 000 只股票纳入罗素 2000 指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每只罗素指数被继续划分为风格指数：

- 根据"价格/净资产"和"长期收入增长预测"对罗素指数的成份股进行排序。
- 对每只成份股计算出综合价值评分。
- 根据评分对股票进行排序，并根据股票的分布情况进行分类。
- 70%的股票被划分为价值或成长类型，30%的股票被划分为中间类型，并且被同时归入价值和成长指数。

罗素被动型系列指数有一个层次结构。底层的分类指数汇总后，可以得到顶层的全市场指数。全市场指数可以按照股票风格衍生出价值、成长指数，又可以按照股票市值衍生出小盘、大盘指数。分类指数进行汇总后，又形成罗素3000指数。图8.2显示了罗素系列指数。

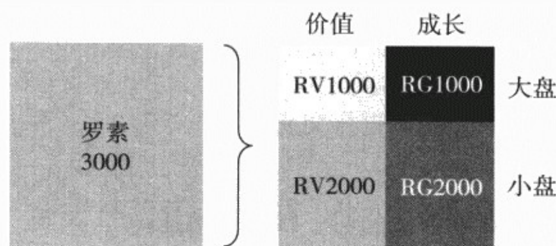



**图8.2　罗素指数选股方法**

ETF基金经理可能没有必要或根本不可能买入一个指数的所有成份股。ETF经理可以对指数成分进行抽样，选择流动性好且代表各个行业的股票，这样在不持有所有指数成分的情况下，也可以让投资组合接近指数。基金经理在采用指数成分抽样方法的同时，也常使用复杂的投资组合优化技术，以减少指数跟踪误差。采用指数成分抽样技术的ETF仍然是被动选股类型，因为其目标仍然是尽可能地复制指数。

安硕罗素微盘股ETF（代码：IWC）跟踪了被动选股的罗素微型盘指数。罗素2000指数中市值最小的1 000只股票，加上罗素2000指数后面市值更小的1 000只股票，组成了罗素微型盘指数。因为该指数中很多小市值股票缺乏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



流动性，所以在实际 ETF 管理过程中，不能完全复制指数成分而必须进行成分抽样。虽然罗素微型盘指数有 2 000 只成份股，但 IWC 仅抽取了其中的 1 200只作为基金成份股。

一些 ETF 基金采取了“买入并持有”的策略，一旦选定成份股便不再改动。一个例子是 Holding Company Depositary Receipt（HOLDR），该 ETF 基金最初以被动选股方式确定成份股，并且之后变为非管理式信托（第三章有详细说明）。该 ETF 的优势是管理成本很低或无管理费，劣势是没有新的股票可以加入此 ETF。在 ETF 发行时建立的股票池，成为“买入并持有”的一揽子股票，其中有些股票可能因并购而被剔除，但没有新的股票可以加入。

## 过滤选股

过滤选股是第二类指数选股方法。指数提供商使用过滤条件，从市场上过滤出具有期望特征的证券。图 8.3 中的指数构造方法图显示了指数的过滤选股。

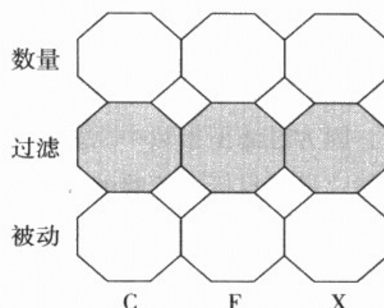



**图 8.3 过滤选股方法**

只要指数提供商有足够的想象力，并且能收集所需的证券特征信息，就可以提出新的过滤选股方法。过滤选股可以是剔除或选入具有某种基本面特征的证券。例如，某个指数可能剔除所有不进行分红的证券。过滤条件可以被设置为剔除那些销售“不良”产品的公司，如香烟、白酒；或是纳入某个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



小行业部门的股票，如风能、太阳能。过滤条件还可以设置为纳入在特定交易所进行交易的股票。如在纳斯达克交易所。

过滤选股方法可以综合使用多个过滤条件。例如，一个指数的成份股可能被要求满足多个过滤条件。例如，在纳斯达克交易所交易、定期分红、为员工提供全额医疗保险、不属于香烟行业。指数提供商通过设计过滤条件来剔除一些证券并保留所需的证券。在确定过滤条件后，过滤选股的过程是全自动的。过滤后所得的指数将用于发行指数投资产品。由于指数提供商在设计过滤条件时，实施了主动的投资策略，过滤所得的指数并不是被动选股指数。

指数提供商以大量的证券为基础进行过滤选股。为了建立一个过滤型美国证券指数，指数提供商可能从在美国各交易所交易的流动性好的证券开始过滤。计算机可以自动执行过滤条件，并得到指数提供商希望的结果。过滤执行后得到的股票列表，可以直接组成指数或在进行抽样后组成指数。图 8.4 显示了指数提供商如何选股的示意。

过滤选股与被动选股在指数体系的结构方面也有差别。过滤选股指数加总后不会得到全市场指数，因为很多股票已被剔除在指数之外。被一个指数过滤剔除的股票，并不会纳入一个互补的指数。例如，指数提供商建立了“社会责任指数”，却不会建立“无社会责任指数”。过滤选股指数并不适用于那些希望跟踪全市场收益的投资者，因为过滤型指数中已剔除了大部分的市场证券，过滤型指数的发行是针对有特定投资目标或策略的投资者，这些投资目标可能是选择有社会责任感的企业、投资于新能源、投资于纳斯达克股票……

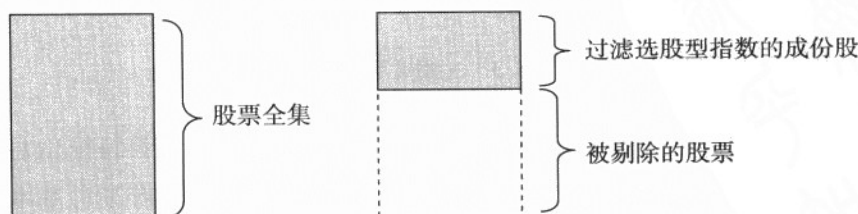



**图 8.4　过滤选股型指数的选股示意图**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## *过滤选股型指数示例*

有数百万种过滤方法可以用于构造交易指数。下面仅介绍一些最流行的过滤方法。一般来说，过滤型指数的目标是发行指数投资产品。因此，很少有过滤型指数是基于经济分析和学术研究的目的而设立的。

**分红指数**　2003 年后，定期分红的股票变得十分流行。在 2003 年，如果股票持有期超过 60 天，股票分红的税率最高可达 15%。并且，价值型股票投资在 2000 年高科技股泡沫破灭后的 5 年时间里也非常流行。这两个因素催生了选择分红股票为成份股的交易型指数，以及基于这些指数的许多 ETF 产品。

分红指数设计了过滤条件，从市场上众多的股票中选出定期进行现金分红的股票。指数提供商通常以所有交易所中的交易股票作为过滤基础。例如，智慧树分红指数包含了在纽约证券交易所和纳斯达克交易所交易并进行定期分红的股票。根据智慧树的说明，在两个交易所有约 3 500 只股票满足最小市值与流动性的过滤条件，这其中有约 1 500 只满足定期分红的过滤条件。

分红指数对那些希望获得超越基准指数收益或是希望投资价值型股票的投资者充满吸引力。进行分红的公司通常处于成熟的行业中，有市盈率（P/E）低、价格/净资产比率（P/B）低以及价格/销售收入比率（P/S）低等特征。这使得分红指数同被动型价值指数高于同被动型成长指数的相关性，这意味着分红指数同被动型价值指数的收益接近度，高于其与被动型成长指数收益的接近度。（第九章与第十章有价值投资的更详细信息。）

第二或第三层的过滤条件可以应用于分红指数。这些过滤条件可以是剔除了近年来没有增加分红的公司、分红比例过小的公司或是近期减少分红的公司。指数提供商可以使用多重过滤条件来细化投资策略，以得到他们想要的或是基金公司正在寻找的投资组合。

2006 年 5 月，智慧树投资公司发行了第一组美国与全球分红加权指数以及相应的 ETF 基金。智慧树分红指数由定期现金分红且满足流动性与市值规模要求的股票组成。指数成份股根据基本面进行加权（见第九章），反映股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在未来一年计划分红的比例。

2007 年，智慧树发行了第一组美国与全球利润加权指数及相应的 ETF 基金。智慧树利润指数选择近 4 个财年累积利润为正的公司。并且，该指数以累积利润对指数成分进行加权。

**交易所指数** 美国有两个主要的股票交易所：纽约股票交易所和纳斯达克交易所。还有一些更新的电子交易所存在，但是对于本章的讨论并不重要。

纳斯达克交易所并不是一个物理存在的交易所，而是一个为方便经纪商和证券交易商交易证券而建立的电子网络系统。该系统为成员公司提供纳斯达克交易所的股票及部分纽约股票交易所股票的实时报价。

每个交易所都有基于该交易所股票建立的一组指数。例如：纳斯达克综合指数包含了主要在纳斯达克交易所进行交易的股票，纽约证券交易所综合指数包含了主要在纽约证券交易所进行交易的股票，而同时在两个交易所活跃交易的股票已经被过滤剔除。

两个交易所使用过滤条件构建了一系列指数。纳斯达克－100 指数包含了主要在纳斯达克交易所交易的市值最大的前 100 只股票，并且以市值加权。该指数包含了计算机硬件与软件、通信、批发零售、生物科技等类股票，并且剔除了金融公司与投资公司股票。

纳斯达克－100 是一个交易型指数，其成份股集中于特定的交易所。纳斯达克－100 并不是一个广泛覆盖各行业部门的市场基准指数。因此，媒体有时在报道纳斯达克指数收益时，将其作为市场基准指数的做法并不太合适。PowerShares QQQ 是在纳斯达克上市交易的一只跟踪纳斯达克－100 指数的 ETF 基金（代码：QQQQ）。PowerShares QQQ 是市场上最流行的 ETF 基金之一。

**社会责任指数** 社会责任指数是指根据部分投资者在投资时所坚持的社会责任理念而建立的主题型指数。社会责任指数通常剔除酒精、香烟、赌博行业，以及核能和枪支制造等有安全性争议的行业。一些社会责任指数使用较为主观的过滤条件，如社区关系、多样性、员工关系、环境保护、人权、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



产品质量与安全以及公司治理等因素。

KLD 社会责任指数是 KLD 公司的标志性产品。巴克莱公司被授权使用该指数，并发行了安硕 KLD 社会责任指数 ETF（代码：KLD）。该 ETF 基金采取了指数成分抽样策略以跟踪 KLD 社会责任指数。

KLD 社会责任指数由从罗素 1000 和标准普尔 500 指数中抽取的 200～300 只证券组成。KLD 首先执行金融类的过滤条件，如最小市值、利润率、流动性和股票价格，并剔除不满足条件的股票。

除了剔除一些有争议的行业与公司股票，KLD 还使用 7 个定性指标过滤股票，这些指标包括：环境、社区关系、公司治理、多样性、员工关系、人权、产品质量与安全。

**公司事件指数**　首次公开发行（IPO）是指公司首次向公众投资者出售股份并募集资金。股份一旦发行，将在股票交易所进行交易。指数提供商可以根据 IPO 信息对股票进行过滤并创建交易指数。

美国 IPOX 综合指数是芝加哥 IPOX Schuster 公司维护的一个指数。IPOX－100 作为衍生指数，由美国 IPOX 综合指数中市值最大的 100 只股票组成，并且每个季度进行更新。美国 IPOX 综合指数包含了近 1 000 天（约 3 年）中 IPO 的股票。由于一两个大公司如 Google（代码：GOOG）可能对指数产生支配性的影响，单只股票在指数中所占的权重不能超过 10%。第一信托 IPOX－100 指数基金（代码：FPX），跟踪了 IPOX－100 指数。

**商品指数**　目前有很多种商品指数，大多数都只有几年的历史。几乎所有的商品指数都是由商品期货合约构成（见第十五章）。与股票市场基准指数不同，商品指数的收益相互间可能有很大的差异。一个商品指数的年收益率可能是正 5%，而另一个商品指数的年收益率可能是负 5%。

尽管很多指数都跟踪同样的商品期货合约，但在所跟踪合约的数量以及赋予各合约的权重上可能在各指数中有所不同。这就造成了商品指数相互间收益的巨大差异。一个极端的例子是，罗杰斯国际商品指数（RICI）跟踪 35 种商品，而德意志银行流动性商品指数（DBLCI）仅跟踪 6 种商品。处于中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



间水平的高盛商品指数（CSCI）、道琼斯瑞银商品指数（DJ－UBS），以及商品研究所指数（CRB）分别跟踪17～24种商品。

仅含有较少商品合约的指数提供商认为，只要指数包含几个主要行业部门的代表性商品，就可以达到分散化的目的。因此，这些指数提供商使用过滤条件，选出流动性最好的期货合约，并且确保这些合约尽可能地反映全市场收益。德意志银行流动性商品指数过滤后仅选择出6只有高流动性的期货合约，这些期货合约分别属于不同的行业部门。

## 数量选股

数量选股策略的目标是选出指数提供商认为有高收益潜力的股票（见图8.5）。这些策略通常被指出用“黑盒”的方法分析、选择股票，复杂的计算机模型选出那些宣称最可能跑赢市场的股票。

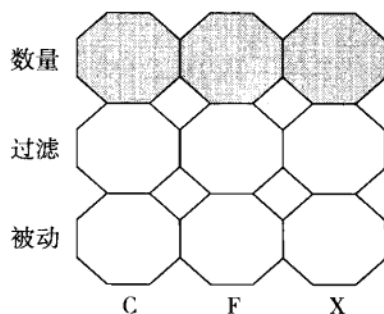



**图 8.5 数量选股方法**

有必要指出的是，一些数量型指数提供商解释称，其指数并不一定有高于市场基准指数的收益率，但却可以达到更好的风险调整收益率。这意味着考虑各种风险并进行调整后，指数可以达到相对更高的收益。目前有多种对收益风险的调整方法，但不是本书讨论的主题。在本书第十九章将讨论最流行的方法之一——夏普比率。

采用数量选股法的ETF有着明显的特征。下面列举其中5种：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1. 数量选股型指数有相对更少的成份股，通常在 40 ~ 100 只之间。而被动选股型指数时常有数千只成份股。图 8.6 显示了数量型指数狭窄的成分。

2. 数量选股型指数的成分具有高换手率。ETF 买入和卖出股票的数量，取决于所跟踪指数的调整频率。如果指数是季度调整，那么 ETF 成分每年的换手率可能超过 100%；如果指数是月度调整，则 ETF 成分每年的换手率可能超过 300%。

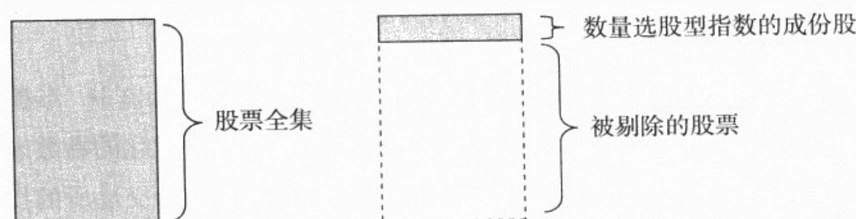



**图 8.6 数量选股型指数的选股示意图**

3. 向大众公开的选股规则可能非常模糊。因为不希望选股方法被竞争对手复制，很多数量型指数提供商仅公布少量关于其选股方法的信息。但这也造成一个问题，即由于缺乏足够信息，其他人无法复制指数，也就无法重现提供商所宣称的指数历史收益。于是，投资于数量型指数的投资者，非常相信 ETF 能实现所宣称的收益。

4. 跟踪数量型指数的 ETF 的成本更高。通常跟踪数量型指数的 ETF 是各类 ETF 产品中收取管理费最高的。数量选股型 ETF 的管理费可能是被动选股型 ETF 的 3 倍，过滤选股型 ETF 的 2 倍。成本是投资需考虑的重要因素，在指数收益等其他条件相同的情况下，更高的成本意味着更低的投资收益。

5. 几乎所有数量型 ETF 的市场宣传材料都显示其超越市场基准指数的模拟历史收益，但是由于 ETF 的历史尚短，ETF 基金公司并不能给出同样的实盘收益历史记录。事实上，即使是在市场宣传材料中出现的模拟历史业绩，也难以被第三方重复试验并证明是真实的。

投资于一只缺乏实盘历史记录的数量型 ETF 基金，可能完全是凭着美好的期望。投资者期望这种数量化的投资策略在扣除高额的管理费后仍能达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不错的投资收益。然而，在投资于数量型 ETF 之前，具备审慎的态度和一定的风险意识是非常重要的。

### 数量选股型指数的例子

下面将介绍一些使用数量选股策略的指数。这些数量化方法可能非常复杂甚至很奇特。PowerShares 在 2002 年发行了具有创新性的数量型 ETF 基金，PowerShares 作为第一个吃螃蟹者，也成为数量型 ETF 领域的领军者。

**Intellidex 指数** PowerShares 由纽文投资公司的前营销总监 H. 布鲁斯·邦德（H. Bruce Bond）于 2002 年创立。他的想法是基于数量化的指数来建立 ETF。该指数方法最初由布鲁斯·邦德开发，之后由美国证券交易所的技术人员进行调整与改进。该指数由美国证券交易所进行维护以满足美国证券交易委员会关于指数提供商与基金经理必须分离的规定。

PowerShares 发行的前两只基金——动态市场基金（代码：PWC）和动态 OTC（代码：PWO），跟踪了美国证券交易所 Intellidex 系列指数。我们并不能准确知道 Intellidex 指数的保密配方，仅了解到该指数包含了从市值最高的 2 000只美国股票中，使用数量化模型选出的 100 只成份股。动态 OTC Intellidex 指数（DYO）也包含了 100 只成份股，但它是从市值最高的 1 000 只总部在美国的纳斯达克股票中选出。

Intellidex 方法使用了数量化模型选出有升值潜力的股票。该模型使用了 25 个指标，分为四大类：风险因素、价格趋势、基本面增长、股票估值。这 25 个指标涉及现金流、历史价格区间、分析师预测、利润增长、基本比率、盈利历史记录、流动性等，指数方法中如何使用这些因素以及各因素所占的权重，都仍然是保密的。

Intellidex 指数成分按季度进行调整。因此，跟踪这些指数的 PowerShares ETF 有着很高的成份股换手率，每年的换手率达到 50% ~150%。这比被动型指数 2% ~4% 的成分换手率高得多。幸运的是，ETF 结构可以减少甚至完全免除频繁换手过程中产生的资本收益税负。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



**AlphaDEX 指数** 第一信托公司于 2007 年 5 月发行了 AlphaDEX ETF 基金，以同 PowerShares 公司的 Intellidex ETF 基金展开竞争。这 16 只新基金均是正在扩张中的数量型 ETF 的新锐。AlphaDEX 指数利用现有指数并进行调整，希望获得相对更好的收益。其中，风格基金是基于标准普尔指数（标准普尔 500 指数包含了大市值股票，标准普尔中型盘 400 指数包含了中型市值股票等），行业基金是基于罗素 1000 指数。

AlphaDEX 与 Intellidex 指数的一个重要区别是前者的方法更加透明。前一个系列指数中的股票被分为成长型、核心型与价值型。股票的成长性是基于 5 个度量指标进行判断并打分，股票的价值性是基于 3 个度量指标判断打分。第一信托公司将根据这些打分对 AlphaDEX 指数中的成份股加权，其目标是强调股票的成长性与价值性，并建立一只有潜力跑赢参照指数的新指数。

**利基市场数量型指数** 很多利基市场的 ETF 跟踪多种特殊的数量选股型指数。这些指数采用从价格趋势到知识产权的范围广阔的策略。如前面指出，很多数量型 ETF 都是独特而富有创新性的。但是数量型指数很少披露其所使用的方法，特别是那些私有的方法。并且，数量型 ETF 相对于被动型 ETF 将收取更高的管理费。ETF 公司宣称这些收费更高的产品，经过理论证明可以产生超过市场基准指数的收益。

**根据价格趋势选股** PowerShares DWA 技术面领先者基金（代码：PDP）跟踪的是 Dorsey Wright 技术面领先者指数。该指数包含了 100 只在美国交易所交易的显示出强劲价格趋势的股票。

该指数是依据 Dorsey Wright 的专有方法构造，这意味着关于该方法的信息很少被披露。指数公开说明书中仅指出，该指数考虑了在美国挂牌交易的市值规模排名前 3 000 只股票相对于基准市场和各行业部门的价格趋势。该指数方法每季度使用私有模型对股票进行排序，并且对选出的指数成份股票进行平均加权。

**时机选股** PowerShares 价值线时机选股基金（代码：PIV）是基于价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



线时机选股的指数。该指数试图选出50只有潜力的超越美国股票市场基准收益的股票，并使用流行的价值线评级系统。该评级系统由3个部分组成：时机评价、安全性评价、技术面评价。该指数的成分采用平均权重，并且按季度进行调整。

PowerShares网站上的宣传材料里，将价值线时机选股指数收益与标准普尔500指数的收益进行对比。不出所料的是，前者的收益显著高于后者。

价值线时机选股指数通过回溯历史计算出的收益可靠性有多大呢？一个有趣的参考是，同时期有一只价值线基金（代码：VLIFX）同样使用了价值线时机选股方法。根据晨星的数据以及VLIFX基金的说明书，VLIFX的管理方法同价值线时机选股基金非常接近。我目前仅能指出的一个区别是，VLIFX有100只成份股，而PIV有50只成份股。

与价值线时机选股基金宣传材料中所述的高收益不同，实际以VLIFX基金的实际收益表现惨淡。在截至2008年的10年间，PowerShares宣传材料中显示的价值线时机选股指数收益超越标准普尔500指数6%，但同时期VLIFX实际收益落后标准普尔500指数3%。

价值线时机选股指数收益同VLIFX基金实际收益间为何有9%的差异呢？一个为人熟知的原因是，VLIFX基金经理并没有紧密跟踪价值线时机选股指数，尽管这不符合基金的投资目标。这个原因支撑了一个论点：价值线时机选股基金由于严格跟踪指数，不会产生像VLIFX那样令人失望的结果。时间会检验一切。

**依据公司分拆信息选股** Claymore分立企业ETF（代码：CD）试图跟踪分立企业指数的收益。分立企业是从母公司分立出，并在交易所独立交易的企业。分立企业指数对这些分立出的企业股票进行跟踪，一旦确定了分立出的企业，分立企业指数将继续对每只股票进行数量化分析，最后该指数仅包含40只股票。

分立企业指数采用选股方法的目标是选出具有高收益潜力的股票。该选股模型使用了多因素综合性指标对股票进行评价，并从高至低排列。排名最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高的40只股票被纳入指数，并使用调整型市值加权（单只股票权重最高不超过5%）。该指数每半年进行一次调整。

**根据知识产权选股** Claymore Ocean Tomo 专利 ETF（代码：OTP）试图跟踪 Ocean Tomo 300 专利指数。该指数是一只关注公司知识产权价值的指数，它使用数量化方法选出300家拥有宝贵专利的公司。

每家公司的专利价值由 Ocean Tomo 进行评价，该组织以1983年以来美国专利局的400万个专利为基准对公司所拥有的专利进行评价。如果投资者相信创新是利润的源泉，那么这只面向知识产权价值的基金是一个不错的选择。

## 找出恰当的选股方法

指数构造使用了3类选股方法：被动型、过滤型以及数量型。每种指数都可以归入这3类中的一类。

偶然情况下一个指数可能看起来同时属于两种甚至3种选股类型。指数构造方法图的目的是找出最能代表指数策略的选股方法与权重确定方法。因此，本书分析了最重要的指数选股方法，并考虑了对指数收益最具影响的因素。有些内容是大家的共识，有些内容可能仍有争议，但最终目标是找出最能说明指数提供商目的与策略的选股方法。

## 小 结

指数构造方法图的第一部分是对选股方法的分类，将选股方法分为3个基本类型：被动选股、过滤选股以及数量选股。

被动选股是最传统也是最主要的指数选股方法。被动选股结合市值加权后产生的市场基准指数，可用于多种场合，包括经济分析、资产配置分析、投资收益的评价标杆。使用被动型指数的ETF相对于其他类型ETF有更低的成份股换手率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过滤选股向主动型指数迈出了重要一步。指数提供商使用多种过滤条件，从全体市场股票中剔除大部分股票后，选出具有期望特征的股票。这些过滤条件对分红指数可以是股票定期现金分红，对社会责任指数可以是产品的环境影响。基于过滤选股方法的 ETF 较被动选股方法的 ETF 有更高的成份股换手率和更高的管理费用。

数量选股方法试图使用复杂的数据模型选出能跑赢市场基准指数的股票组合。选股过程通常包含了对股票多层次的深入分析。为避免方法被复制和盗用，指数提供商提供的选股方法公开信息很少。跟踪数量选股指数的 ETF 通常有最高的管理费率和最高的成份股换手率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第九章

# 指数的权重确定方法

成份股选择是构造指数的第一步，成份股的权重确定是第二步。给成份股加权的方式是指数一个非常重要的特征，因为完全相同的成份股，如果加权方法不一样，会导致指数的业绩表现差异极大。

指数提供商通常提供3种加权模式：市值加权、基本面加权和固定权重。市值加权是根据成份股在指数所有成份股中的相对市值比例进行加权；基本面加权是根据财务比例或财务数量模型给成份股确定权重；固定权重是指给成份股赋予一套固定的权重体系。杠杆ETF基金、反向ETF基金和多空头ETF基金通常也被看做是固定权重指数基金，这是因为整个指数的权重变化幅度是固定的。

我们的指数构成方法图横轴的3个栏目表示了上述3种加权方法。绝大多数指数的加权方法都可以对应到其中一种，不过也有一些指数使用复杂的复合权重方法。这种情况下，我们将其中影响最大的方法作为分类的基础。

表9.1给出了3种常用的加权方法及其例子。附录A提供了更详细的加权方法列表。附录A还给出了指数构成方法图中各种缩写的解释，这些类别和方法的缩写将在本书第三部分的图表中反复出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



**表 9.1　成份股加权类别和方法**

| 市值加权（C） | 基本面加权（F） | 固定权重（X） |
|---|---|---|
| 总市值加权（A） | 分红率加权（D） | 等权（E） |
| 自由流通市值加权（F） | 财务比例加权（F） | 优化等权（M） |
| 受限市值加权（C） | 价格加权（P） | 杠杆贝塔加权（L） |
| 流动性加权（L） | 价格趋势加权（M） | 反向杠杆加权（S） |
| 产量加权（P） | 定性量加权（Q） | 多/空加权（N） |

杠杆指数、反向指数和多空指数看起来应该属于市值加权的类别，不过它们应该属于固定权重。比如，一只指数要么是 100% 空头（空头波动 21 倍于市场波动）和 200% 多头（多头波动 2 倍于市场波动），要么是一个固定的多空比例（比如 1.3 倍多头和 20.3 倍空头）。

## 市值加权

市值加权是指最自然的指数成份股加权方法，因为指数的市值总和就是各个成份股的市值总和（见图 9.1）。市值加权的基本逻辑是让市场根据每只股票的价值来决定其重要性。

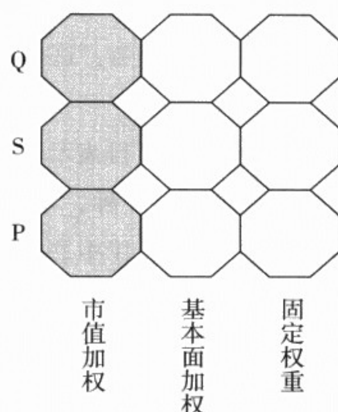



**图 9.1　市值加权指数**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票市值是通过公司发行在外的总股本乘以股份的当前价格而得。例如，一家公司总共发行了 2 亿股，每股价格 50 美元，那么这个公司的总市值就是 100 亿美元。

市值加权指数中大公司的影响力显然大于小公司。以罗素 3000 指数为例，该指数有 3 000 只成份股，但最大的前 100 只股票对指数表现有决定性的影响。例如，爱立信在罗素 3000 指数中就占 5% 权重，这意味着这一只股票就决定了指数 5% 的表现。假如爱立信上涨 10%，那么罗素 3000 就会上涨 0.5%。与之相反，该指数中最小的成份股即便上涨 100% 对该指数也没有任何影响，因为指数水平只公布到小数点后两位。

每天股票的买卖双方进入市场并达成一个公平的成交价格。所以，股票在每一天的成交价格，都可以视为是全球的投资者达成的价格共识。很多理论家认为，这个价格并没有真实反映公司价值。不过，如果考虑到每天有数百万的人都在研究公司的数据，这个价格应该不会太离谱。

### *被动选股权重确定的基本方法*

市值加权通常有 4 种典型方式：总市值加权、自由流通市值加权、受限市值加权和流动性加权。总市值和自由流通市值的差别在于，前者是公司所有发行在外的股票总市值，而后者只包括可以在二级市场自由流通的那部分市值。受限市值是指，为了消除一些样本面过窄的指数中部分大市值股票对于指数影响过大的弊端而设立的。流动性加权的好处则是在一个交投不活跃的市场中保证类似 ETF 基金的品种可实际交易。

总市值加权的方法贯穿于整个 20 世纪，指数提供商不在意是谁拥有这部分股份，其中包括受限股、部分私募发行股票、政府持股和其他上市公司的交叉持股。总市值加权指数的好处是可以反映一家公司完整的市场价值，这对经济研究很有用处；但最大的坏处是，由于部分股份不能上市交易，所以根据这种指数设立的指数基金不能精准地反映标的特征，在用于衡量基金经理的业绩时也有失偏颇。

进入 21 世纪以来，最新的潮流是构建自由流通市值加权的指数。自由流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通市值只包括那些可以在二级市场上出售的股份。通过这一处理，自由流通市值调整过的指数可以更好地衡量可投资股票的市值，指数基金也能更容易地跟踪标的指数，同时也是衡量所有可投资股票业绩表现和投资机会的更好指标。同理，评判一个基金经理的投资业绩，自由流通市值指数也提供了一个更好的业绩基准。

绝大部分以前用总市值加权的指数都转为自由流通市值加权了。摩根士丹利资本国际在 2002 年完成了这一转变，而指数服务行业的另一个巨头标准普尔公司则在 2005 年完成转变。

自由流通市值指数对指数投资者是一个更好的业绩基准，但也有其缺点。这类指数的不足在于并没有反映个股的流动性，而流动性是构建指数产品的一个非常重要的因素。例如一家公司有足够数量的自由流通股，但由于缺乏足够多的买卖盘，这只股票的流动性就会很差。所以，第三代市值加权指数会考虑成份股的流动性。流动性调整后的指数对于 ETF 基金投资非常重要，尤其是一些投资于新兴市场的 ETF 基金。

一些利基市场指数常常被几家大公司左右。由于美国证券交易委员会通常要求指数基金要满足一定的投资多样化条件，所以这类指数不利于 ETF 的投资。类似这种过于集中的指数构造问题可以通过受限市值法来解决，该方法通过设置大市值股票的最高权重限额来解决权重过大的问题。单个证券权重上限通常是 5% ~10%，高于此限制的权重部分增加到指数中其他成份股的头上。

美国现在有数以百计的市值加权指数，覆盖市场的方方面面。利用市值加权的基准指数提供商很多，包括道琼斯威尔希尔、罗素、摩根士丹利、晨星、花旗和标准普尔。每家指数提供商提供的指数都略有差异。我们将在第十章详细讨论他们的异同。

全球最大的金融市场是债券市场，绝大部分指数提供商都使用总市值加权的方法，也许更准确的描述应该是价值加权，因为在指数中描述一只债券价值的是，它的市场相对其他债券的比例，而不是发行它的公司市值。

考虑这样的情况：一个债券指数包括如下债券：一家 2 000 亿美元市值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



医药公司发行了1亿美元的债券，另一家市值400亿美元的汽车公司发行了100亿美元的债券。医药公司的市值是汽车公司市值的5倍，而汽车公司债券的价值则是医药公司债券的100倍。所以，在这个总市值加权债券指数中，汽车公司债券的影响要远远大于医药公司债券。

美国市值加权的债券指数包括美国国债、公司债、高收益债券、可转债、抵押债券、免税债券和外国债券。领先的债券指数提供商包括巴克莱、摩根大通、道琼斯、花旗和美林。一些指数提供商同时提供市值加权和受限市值加权的指数，很多固定收益指数中有一两只债券的影响过大，因此需要使用受限市值方法。

商品指数没有直接使用市值加权的，因为在任一时点想知道市场的规模太困难。持有商品的渠道太多：期货多头、柜台交易头寸、长期固定价格合约、生产商的库存等等，要想获取生产出的商品完整库存是不可能的。

一个近似替代市值加权的简易方法是利用过去一段时间商品的产量作为权重。产量加权指数中根据过去5年每种商品的平均产量来决定权重。石油价格翻倍带来的对通货膨胀和经济增长的影响直接取决于石油的产量。对商品指数中商品的赋权应该取决于经济中不同商品使用的比例。

标准普尔高盛商品指数（GSCI）就是一个全球商品产量加权的指数。它包含了尽可能多的商品，同时排除了商品期货市场为了保持流动性而留存的商品库存。当前标准普尔高盛商品指数一共包括24种商品的近期合约：6种能源产品、5种工业原材料、8种农产品、3种牲畜和2种贵金属商品。

产量加权的商品指数唯一的问题就是，石油和能源相关商品占据了市场的绝对地位，它们的表现决定了任何产量加权商品指数的表现。所以，很多商品指数都采用了受限市值法，或者采用优化的分级等权法。

## 基本面加权

基本面加权通常采用基本面因素来决定成份股权重而不是采用常用的市值（见图9.2）。许多基本面加权指数的权重因素都来自公司的财务报表。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



里的权重因子既可以是单变量也可以是由复杂的多变量模型生成的结果。单变量因子包括每家公司的分红收益率或者净利润等。基本面权重也可以是定性数据，比如一家公司的业务是否环保、公司的办公地点和社会责任等。

与市值加权指数一样，基本面加权指数也需要定期重新调整权重，因为成份股的基本面条件经常在变化。许多 ETF 基金会趁成份股调整的机会介入这些股票。虽然从理论上说，过多的交易会提高交易成本，增加交易税负，不过很多基金还是愿意在这个时候买卖股票。

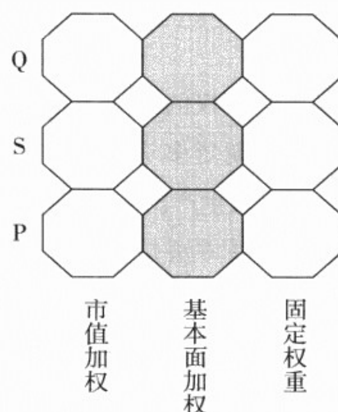



**图 9.2　基本面加权指数**

美国股市最负盛名的指数同时也是第一只基本面加权指数，是查尔斯·道（Charles Dow）在 1884 年创立的以 11 只铁路股为主的指数。在美国那个时代，铁路公司都是最大和最有影响力的公司，这就是为什么最早的道琼斯平均指数广泛采用铁路股作为成份股。由于当时可交易的工业股数量非常稀少，因此投机气氛浓厚。到了 1896 年，查尔斯·道将这个指数重新命名为运输平均指数，并且从那年开始，覆盖 12 家大公司的道琼斯工业平均指数开始发布。

道琼斯指数在每个交易日收盘后，把当天的股票价格加总。当时的计算就是很简单地将价格加总平均，因为那时都还是手动记录股票价格。道琼斯指数一个重要的特征是，和成份股的市值以及经济价值无关，低价大公司在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数中的权重会低于高价小公司。

道琼斯指数发布以来持续不断地进行调整，一是成份股数量不断增加，二是用来调整股票拆分和并购的调整因子也不断调整。在 1916 年道琼斯工业平均指数增加到了 20 只股票，1928 年则增加到了 30 只股票，从此一直保持不变。直到今天，计算指数的基本方法和初创时仍没有什么两样，唯一不同的是，现在可以实时计算指数水平。

道琼斯指数实际上不能称为市场基准指数，因为 30 只股票的代表性不够，而且指数没有采用市值加权的方法。坦率地说，它已经是过气的古董。道琼斯指数虽然在媒体中常被引用，但却没有在学术研究、经济分析和资产配置决策中用过。

今天的道琼斯指数只有两个用处：一是媒体用来反映股票情况，二是大家聊天时谈到股市时通常会说“今天市场如何？道琼斯指数涨了 30 点！”另外，道琼斯钻石基金（代码：DIA）在个人投资者中广受欢迎，因为他们太熟悉道琼斯指数了。在有这么多好的投资选择时，为什么还有投资者青睐道琼斯指数呢？天知道。

表 9.2 列出了许多基本面加权的因子。基本面加权的股票指数和债券指数广泛采用这些加权因子。

**表 9.2　常用的基本面加权因子**

| 分红收益率 | 市净率 |
|---|---|
| 分红增长率 | 市盈率 |
| 股票价格 | 市销率 |
| 净利润率 | 价格现金比例 |
| 净资产收益率 | 员工人数 |
| 净利润增长率 | 价格趋势 |
| 员工平均销售收入 | 投资者年龄 |
| 员工平均净利润 | 社会责任评级 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最近这些年，基本面加权，尤其是分红加权指数开始流行。美国 2003～2006 年发行的很多 ETF 基金和共同基金都采用分红加权指数。一些指数首先是过滤掉那些没有持续分红的股票，然后用某只成份股相对于其他成份股的分红收益率比重作为该股的权重。经常发放分红的公司相对于不分红的公司，其股票常常被更多地认为是价值股。由于价值股集中于这些指数，就会导致指数有特定的风险收益特征（接下来我们会具体分析这些特征）。

单因子权重很好理解。但单因子权重的主要问题是，随着公司季报的公布，其财务数据经常变化很大。例如，每家公司都有可能在季报中增加、维持或者减少分红。为了保证指数的统一性，这些分红加权的指数就不得不每季度进行一次权重调整。对于指数基金而言，过于频繁地调整指数，会极大地增加成本。这也是那些采用基本面指数的基金常常比被动选股和市值加权的基准指数基金收取更高管理费的原因。

基本面加权既可以用简单的单因子模型，也可以用复杂的多因子模型。富时 RAFI 美国 1000 指数是一个大盘股指数，它采用复杂的多因子模型来决定股票权重。

接下来我们将简单介绍富时 RAFI 指数的构造方法。该指数将指数成份股选择和权重赋予结合起来，首先对候选股票池进行排名，然后用这个排序来进行选股和加权。

### *富时RAFI 美国1000 指数成份股选择和权重赋予方法*

**成份股选择：**

1. 从候选股票池开始选择成份股，被选池是富时美国全市场指数。这个指数包括大盘、中盘和小盘股，这些股票来自纽约证券交易所和纳斯达克交易所。

2. 用 5 个基本面指标对这些股票进行排名。包括：公司规模、净资产、现金流、销售收入和分红。每家公司的权重由这 5 个指标计算出的总值来决定。这里使用了最近 5 年的平均数来排名，这样可以减少换手率和平滑这些指标巨大的年度波动率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3. 利用这5个指标的平均数得出一个综合基本面评分。如果一家公司没有分红，那么就用其他3个基本面因子计算平均数。

4. 对公司排名进行降序排序。富时美国全市场指数中排名前1 000的股票就构成富时RAFI美国1000指数。

**股票权重赋予：**

5. 成份股权重也是根据它们的基本面评分而定。这里的权重因子等于每家公司的RAFI基本面价值除以其自由流通市值。如果数据不足5年，则按可获取数据计算。不足5年的公司可以看到权重的结果虽然相差不大，但会加大成份股的换手率。

6. 将公司层面的数据转换成股票层面。因为基本面价值是要计算公司价值而非股票价值，所以需要一个转化。如果一家公司有两种或者更多的股票成为相关指数的成份股，公司的基本面价值就按照它们股票各自自由流通市值比例来进行分配。

除了从资产负债表和利润表中选取基本面加权因子，还有更多稀奇古怪的方法。接下来会给大家介绍几个例子，看看基本面指数的发展方向。

克莱默/扎克斯行业轮动ETF基金（代码：XRO）跟踪扎克斯行业轮动指数。这些指数对于那些预期超越标准普尔500的权重进行超配。这个指数试图在经济扩张前超配周期性行业，而在经济衰退前超配非周期行业（详见第十九章对经济周期的描述）。

扎克斯行业轮动指数是，从美国最大的1 000家上市公司和托管凭证中精选出来的100只成份股组成，指数提供商使用了数量化的选股方法，每个季度，多因子的黑盒子选股模型就会选出那些有巨大潜力的公司股票。

行业轮动指数的权重策略是对行业进行加权。加权时考虑的因素包括相对价值、内部人交易、价格趋势、盈利增长、盈利预期调整和盈利是否超出预期等，经济周期的判断方法则使用数量化的宏观经济模型。每个行业的权重从0～45%不等。行业内的个股根据它们在行业里的相对市值赋予权重，单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个证券的权重不能超过总指数的5%。

目标日期指数根据目标日期的不同，在股票、债券和其他资产之间进行配置。目标日期越临近，债券和现金的比例就越高。这些指数也是基本面加权的，根据距离目标日期的时间来决定权重。

摩根大通的环境低碳贝塔债券指数的权重赋予方法更加奇特。这个指数的备选池是摩根大通美国流动性债券指数（JULI），该指数是美国可投资级公司债的基准指数。摩根大通使用一套相对碳贝塔评分体系来反映在气候变化中公司的收益或者成本，并称其为基尼－碳贝塔。该指数的成份股根据碳贝塔得分来赋权。比如，碳贝塔系数将那些降低碳排放花费成本巨大的公司进行低配，对那些从节能减排中获益的公司给予高权重。

目前还没有ETF基金跟踪基尼－碳贝塔债券指数。从这个例子可以看到，基本面指数完全可以不用从财务报表获取加权因子。

### *基本面加权的局限*

基本面加权指数是一种有趣的投资策略，但运用面较窄，这种指数主要是用来构造投资产品。例如，经济研究或者资产配置都不会使用基本面指数。除了老掉牙的道琼斯指数，也没有基本面指数被用来衡量基金经理的业绩。它们基本上只能有一个用途：用来设计投资产品，从而管理一个投资组合。

基本面指数较市值加权指数有一些天生缺陷。首先是公司发布季度报告的时间不一致。所以，随着新信息的发布，基本面指数几乎每天都要调整权重。对于资产管理而言，这是一件很糟糕的事情。基金经理为此不得不花大量时间去调整组合，产生过多的交易成本。①

因此，在跟踪误差和交易成本之间就会有一个权衡，尤其对于那些理应每天调整组合的ETF基金。对基金经理而言，每天调整股票权重并不可行，可行的办法就是延迟调整。不过，调整间隔时间越长，相对于每日都在调整

① 从这个角度讲，中国的基本面指数有独特的优势。因为中国A股和B股的财年都是固定的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的标的指数跟踪误差就越大。调整周期越短交易就越频繁，因此基金的成本就越高。ETF 基金该如何应对这一两难选择——是更多交易还是更多跟踪误差？在回答这个疑问之前让我们先来看看指数提供商的做法。

基本面加权指数提供商是为了卖他们指数的授权。所以，他们创设的产品必须让 ETF 基金和其他投资公司易于复制和跟踪。这是一个好买卖。因此，指数提供商理解 ETF 基金的需求，他们并不是每天调整指数的权重，而是每个季度（或者更长期限）调整一次权重，这样成本和误差两个难题就迎刃而解了。可见，指数提供商真正关心的不是他们指数的准确性，而是来自授权的收费。指数提供商让他们的指数从调整之日起跟着市场随波逐流直到下一个调整日，这样可以取悦于他们的客户（支付指数授权费的 ETF 基金和其他投资公司）。

指数提供商这样做有什么不妥吗？没有。他们是在做指数授权的生意，只要有利润可以赚，他们就有权利去创设和维护指数。不过，投资者需要了解指数构造的方法，并判断这个指数是否符合自己的需要。

## 固定权重

第三类指数加权的方法是固定权重（见图 9.3）。这种方法包括很多加权模式，比如等权、优化等权、杠杆贝塔、反向贝塔和多/空平衡策略。

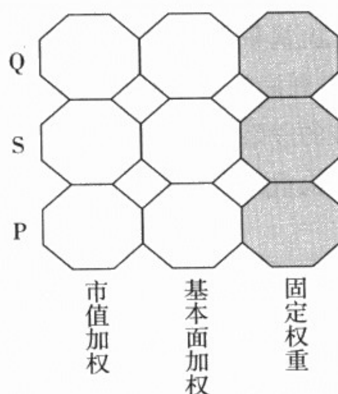



**图 9.3　固定权重加权指数**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 等权指数

固定权重方法中最简单的是等权。指数中所有成份股都被赋予同等的权重。比如有100只成份股，那么每只股票的权重都是1%。如果只有50只成份股，那么每只股票的权重就是2%。

标准普尔等权指数（EWI）就是标准普尔500指数的等权版本。这个指数的成份股与标准普尔500指数完全相同，不同的是，EWI指数中每个成份股的权重都是0.2%，这个指数每季度再平衡一次。Rydex基金公司的标准普尔等权ETF基金（代码：RSP）跟踪标准普尔等权指数。

近些年，很多新发行的指数都采用等权方法。其中不少细分行业基金，只能采用等权的方法，否则一两只股票将会主导指数。标准普尔精选行业指数就是采用等权的方法。8只行业SPDR标准普尔ETF基金跟踪的就是标准普尔精选行业指数。

## 优化等权指数

优化等权指数是另外一个类型。这个名称听起来有点搞笑。其实准确地讲，是多层次固定权重方法。由于没有采用一个统一的等权方法，这种方法采用两层或者三层等权策略。股票根据其规模排名或者其他因素进入某一个等级。优化等权方法和基本面加权方法的不同是，当股票再平衡时，优化等权方法是股票被赋予一个固定的比例，而基本面方法则是根据实际的权重因子价值。

例如，某种指数采用净利润排名来赋予权重，排名最靠前的股票被赋予固定的3%权重，第二等级的股票被赋予2%，第三等级和其他的被赋予固定的1%权重。由于优化固定权重的换手率非常高，权重调整一般最快每季度调整一次。

PowerShares公司的动态市场基金（代码：PWC）就是优化固定权重的一个好例子。这只基金跟踪动态市场Intellidex指数，该指数使用数量模型选出100只能超越市场的股票。市值最大的前30只股票占总指数70%的权重（每只股票2.33%的权重），另外70%的股票被赋予30%的权重（每只股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



0.43%的权重）。该指数每季度调整一次，在两个调整期之间股票权重是自由变动的。

### *杠杆和反向贝塔*

一些 ETF 基金公司尝试发行了杠杆 ETF 基金和反向 ETF 基金。这些基金一般是跟踪基准指数，杠杆基金每天的收益率是基准指数收益率的 2 倍或者 3 倍，反向基金的收益率正好和标的指数收益率相反。一只 ETF 基金收益如果是基准指数的 2 倍，则称为 2 倍杠杆，或者 2X；一只 ETF 基金如果做空市场，那就是反向基金。Rydex 和 PowerShares 公司是杠杆基金和反向基金的先行者。（详见第十三章关于上述基金和其他基金的描述。）

### *固定权重的局限*

与基本面权重一样，固定权重的几种方法也有一些先天不足问题。股票的价值每天都在变化，一只等权的基金经过一个交易日后权重就不再相等了。如果从理想状态出发，指数提供商和基金经理应该每天对组合进行再平衡，以保证等权重，考虑到时间和成本，这基本不可行。

一个好处是，指数服务公司会配合基金经理来解决这个难题，指数公司通常会一个季度甚至更长时间调整一次权重。等权指数提供商这样处理，会帮助降低交易成本，节省基金经理的时间，从而使得资产管理变得切实可行。投资在等权指数上的投资者应该明白，他们并不是真正在等待比例投资。

## 非市值权重策略和风格倾向

优化等权的方法对股票指数的风格和规模特征有显著的影响。由于对规模和风格实施了一定的限制条件，这些指数相比其他全市场指数更具有一定的特质。

基本面加权指数容易产生强烈的价值股特征。这些指数相对同样成份股的市值加权指数，表现出较低的市盈率、市净率和较高的分红收益率。图 9.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表现了从市值加权到基本面加权过程中指数风格的变化。




**图 9.4　优化加权方法和风格倾向**

价值特征可以从跟踪罗素 1000 指数和 RAFI 1000 指数的两只基金对比中看出。这两只指数的成份股都是纽约证券交易所和纳斯达克交易所市值最大的前 1 000 只股票，罗素指数采用流通市值加权，RAFI 1000 指数采用前面描述的多因子基本面加权。这两只指数差异在哪儿呢？

**表 9.3　基本面加权指数风格特征**

| 基金名称 | 代　码 | 费　率 | 市盈率 | 市净率 |
|---|---|---|---|---|
| 安硕罗素 1000 | IWB | 0.15 | 17.0 | 2.9 |
| Powershares 富时 RAFI 1000 | PRF | 0.76 | 15.5 | 2.4 |
| 安硕 R1000 价值 | IWD | 0.20 | 14.3 | 2.2 |

资料来源：晨星公司，2007 年 5 月。

表 9.3 比较了基本面加权的 Powshares RAFI 1000 指数和市值加权的安硕罗素 1000 指数。Powshares RAFI 1000 ETF 基金的市盈率和市净率要低得多，而这正是价值股集中的典型特征。为便于比较，我们把安硕罗素 1000 价值指数也包含进来，容易看出 Powshares RAFI 1000 相比无风格倾向的安硕罗素 1000 指数更加接近罗素 1000 价值指数。

等权和优化等权方法在分散指数中产生了规模转移。采用等权方法构造的被动选股指数，实际上是创造了一个中盘股平均水平权重的指数。图 9.5 显示了市值加权的全市场指数如何从以大盘股为主的规模特征，转化为等权模式下中盘股平均的规模特征。

表 9.4 提供了一个很好的说明，可以看出平均每只股票的市值规模，是从何种市值加权方法中下滑到等权加权方法中的。9.4 表比较了股票在标准普尔 500 指数基金中的平均市值，以及在 Rydex 标准普尔等权 500 指数基金中的平均市值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






**图 9.5 等权方法引起规模变化**

2006 年年末，安硕标准普尔 500 ETF 基金的股票数量加权市值是 530 亿美元，而 Rydex 标准普尔等权 500 ETF 基金的股票数量加权市值只有 140 亿美元。可见，等权指数基金平均市值不到市值加权指数基金平均市值的 1/3。在晨星的基金评级系统里面，140 亿美元的市值规模只相当于一个中等规模的基金。

**表 9.4 等权基金的风格特征**

| 基金名称 | 代 码 | 费 率 | 平均市值规模（百万美元） |
|---|---|---|---|
| 安硕标准普尔 500 | IVV | 0.10 | 53 062 |
| Rydex 标准普尔等权 500 | RSP | 0.40 | 14 153 |

资料来源：晨星提供，2007 年 5 月。

## *风格导致的业绩特征*

价值股和小盘股指数的风险收益状况与基准指数有很大差异。从某种程度上说，指数加权方式的不同，对其业绩表现有深远影响。要投资优化等权指数的投资者必须明白，这种指数的业绩表现与市场基准指数，在绝大部分时候都不一致，它们可能在一段时间超出业绩基准而其他时候则弱于基准，这主要是因为规模和价值成长风格的转换所致。

图 9.6 显示了 2000 ~ 2006 年间一些指数基金的年化收益率，包括罗素 3000、罗素 3000 价值和罗素小盘价值。从图 9.6 中明显看出，在这 6 年间，投资在小盘股或者价值股上，可以获取比市值加权的基准指数更高的回报率。

这也可以解释的是，为什么那么多指数提供商在 2000 ~ 2006 年间卖力创设价值指数和等权指数，因为这些风格类型的指数收益更好。同时也很容易明白，为什么 ETF 基金公司如此热衷于发行这类的指数基金产品。共同基金行业一个广为人知的现象是追逐业绩，其实 ETF 基金行业也一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



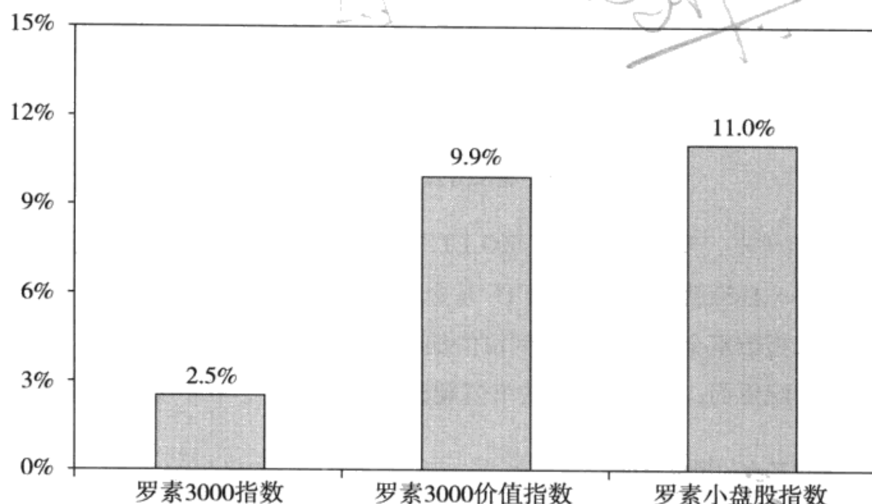



**图 9.6　指数业绩比较（2000～2006 年）**

现在一些 ETF 基金公司在推广他们的产品时，将由于风格和规模属性带来的超额收益，归功于他们优异的投资策略。公正的实证研究可以戳穿他们的谎言。一些独立的研究表明，优化等权指数的超额表现，主要是因为风格和规模特征所致，并不是因为这些基金公司的超常投资能力。

投资者只要回过头看看 20 世纪 90 年代，就会发现小盘股和价值股的表现并不突出。图 9.7 同样给出了罗素 3000 指数、罗素 3000 价值指数和罗素小盘价值指数从 1994～1999 年的业绩表现。

从图 9.7 可以看出，为什么 ETF 基金公司没有在 20 世纪 90 年代推出不同于市值加权的指数。如果谁在 20 世纪 90 年代中期推出这些指数，那么与市值加权指数相比，其业绩就差一些了。在那个时期，基金公司很难募集资金来渡过难关。

随着经济周期的变化（详见第十九章），价值股的业绩表现又会弱于成长股。就像开放式共同基金行业一样，ETF 基金行业也会在不同的市场风格中灵活转换，它们必须跟上市场和投资者喜好的变化。

投资风格 ETF 基金与投资基准 ETF 基金有很大的不同。投资者如果了解风格不同将影响投资业绩，就会取得更好的长期投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



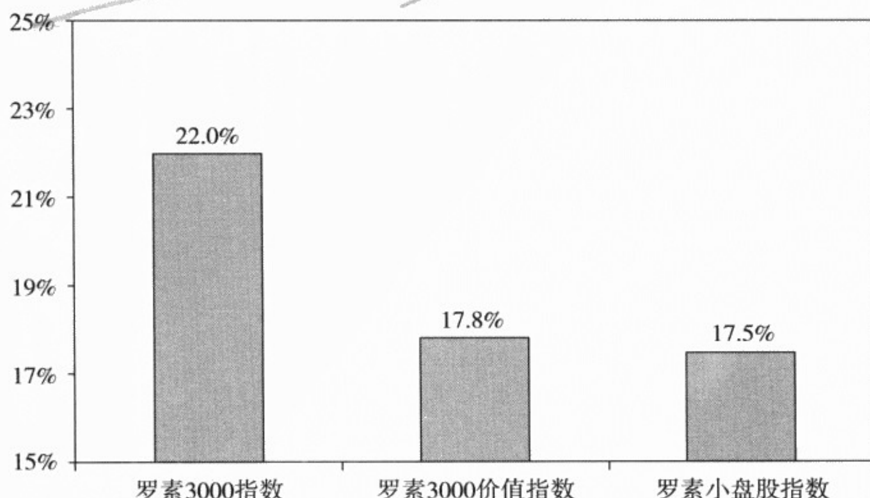



**图 9.7 指数业绩比较（1994～1999 年）**

## 小 结

指数构造中成份股选择是第一步，而第二步就是成份股的权重确定。不同的加权方法对指数风格的影响很大，从而对指数回报也产生深远的影响。

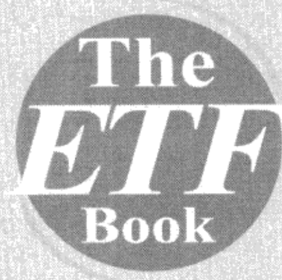
指数权重赋予有 3 种基本的方法。市值加权的方法是利用成份股的相对市值来加权；基本面加权则是放弃市值和数量化的方法，它利用公司的基本面数据进行加权；固定权重方法给予每个股票或者行业固定的权重比例，也可以对整个市场使用杠杆或者反向投资的策略。

基本面加权的方法利用财务比例、盈利能力和分红趋势等让指数具有价值股特征，而优化的等权方法则让指数具备小盘股或者中盘股特征，这些都不同于市值加权的大盘股风险收益特征。这类 ETF 基金的投资者必须牢记，这类基金与基准市场的业绩差异会很大。

指数构成方法图是了解指数成份股和权重的最好方法。用这套方法图提供的思路来考虑问题，投资者就可以更好地理解你购买的 ETF 基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




All You Need to Know
About
Exchange-Traded Funds

# 第三部分
# 投资者如何挑选不同风格的 ETF 基金?

第十章　美国基准指数基金和风格 ETF 基金
第十一章　全球股票型 ETF 基金
第十二章　部门和行业 ETF 基金
第十三章　特色 ETF 基金
第十四章　固定收益 ETF 基金
第十五章　商品和货币 ETF 基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第十章

# 美国基准指数基金和风格 ETF 基金

美国最早的 ETF 基金采用整体市场基准指数作为标的，标准普尔指数是最早被跟踪的指数。1992 年 12 月，超级信托基金发行，这只 ETF 基金以标准普尔 500 作为标的指数。1 个月以后，SPDR 基金（代码：SPY）在美国证券交易所上市，它同样跟踪标准普尔 500 指数。几年以后，另一只跟踪标准普尔中型股 400 指数的 ETF 基金，即中等规模 SPDR 基金也在美国证券交易所上市。第一只行业 ETF 基金出现在 1998 年，之后在 2000 年出现了整体市场风格和规模基金（参见第十二章）。此时，美国所有的 ETF 基金都跟踪标准普尔公司提供的指数。

2000 年时其他的指数提供商进入 ETF 基金市场，带来了新的整体市场指数产品。第一个向标准普尔垄断地位提出挑战的是罗素指数服务公司。紧接着，道琼斯威尔希尔指数服务公司、摩根士丹利资本国际指数（MSCI）公司和晨星指数等也杀入该市场。

1999 年出现了第一只以定制指数为跟踪标的的 ETF 基金。纳斯达克 100 ETF 基金基金，也就是现在的 PowerShares QQQETF 基金（代码：QQQQ），它是以纳斯达克 100 指数作为跟踪标的。这只指数只包含在纳斯达克交易所上市的 100 只股票，其中金融类的股票非常稀少。1999 年，QQQQ 是纳斯达克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一个非常惹眼的概念，并和这个科技股交易市场一起迎接了新世纪。

Powshares 基金管理公司后来居上，于 2003 年推出了一系列定制指数的 ETF 基金。Powshares 动态市场组合基金（代码：PWC）以美国证券交易所动态市场智慧树指数为标的，该指数使用复杂的数量方法来构建指数成份股，采用优化的等权方法进行成份股加权。Powershares 公司认为，主动型的动态市场智慧树指数能击败其他的美国整体市场股票指数。

继整体市场指数后，可投资主动型指数成为指数提供商的又一市场蓝海。基于这些指数的 ETF 基金切入了个人投资者市场，个人投资者自己把握投资，而不是把钱交给基金公司去管理。有了主动型指数基金，以前购买主动型开放式基金的投资人，就有可能转为购买主动型指数基金。主动型 ETF 基金的费率比基准型 ETF 基金的费率要高，但远远低于传统的开放式基金。对投资者而言，这是一种降低成本的投资方式。

主动型指数的盈利前景在指数服务市场，吸引了一批新进入者。有名的公司包括智慧树指数服务公司、锐联基本面指数服务公司和其他公司。现在，不断有新公司在这个领域出现，并推出新的指数服务且授权给基金管理公司。

## 整体市场基准指数和风格指数

关于美国的基准指数和 ETF 基金的信息汗牛充栋，远不是本书的内容所能覆盖。这里我们只介绍几个有代表性的指数和基金。读者想要全面了解美国 ETF 基金基金的情况，请访问 www. theetfbook，com 和 www. etfguide，com 网址，以便获取更详尽的信息。尤其是后者提供了一个数据库，所有指数的指数策略图都可以在那个数据库里找到。

整体市场基准指数是衡量其覆盖的成份股的整体表现，也被称为全规模指数或者综合指数，参见图 10. 1。基准指数的构成通常是被动选择成份股，同时以市值加权。绝大部分市场基准指数及其分部指数至少都含有上百种股票。道琼斯威尔希尔指数的成份股超过 5 000 只股票，罗素指数包括 4 000 只股票，摩根士丹利资本国际则有 3 500 只股票，标准普尔 1500 指数也有 1 500 只成份股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



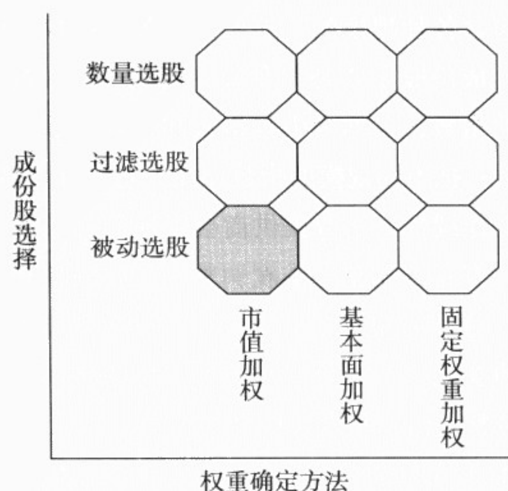



**图 10.1　美国整体市场指数构成方法图**

图 10.2 列出了几个常见的基准指数及其成份股数量。这里的每只指数都至少有一只 ETF 基金在跟踪。

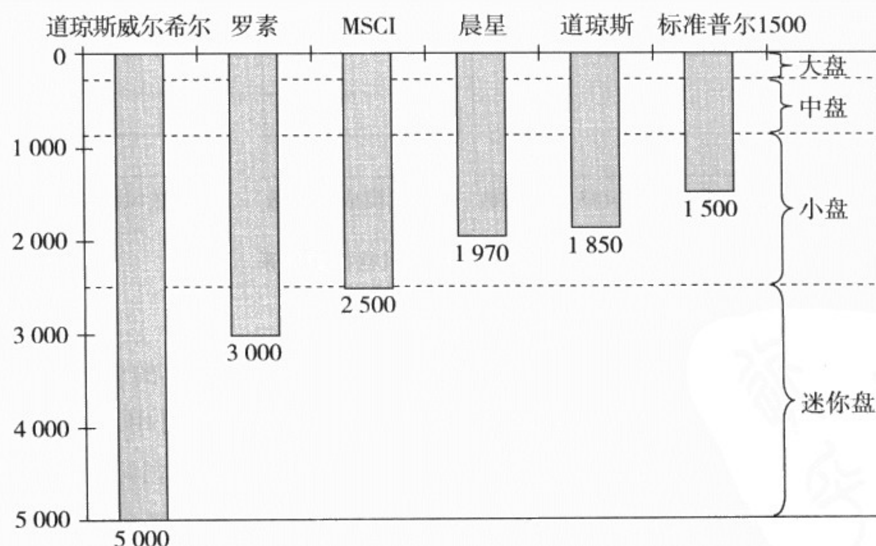



**图 10.2　美国整体市场指数市值覆盖率**

资料来源：道琼斯、晨星、MSCI、标准普尔、罗素和威尔希尔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



整体市场指数包含各种规模的公司股票，各个指数提供商划分公司规模的分界点相差不大。成份股主要是大盘股的指数，通常被称为大盘指数；成份股规模稍小一点的指数，被称为中盘指数和小盘指数；最小公司组成的指数，被称为迷你指数；把不同规模的指数加在一起，就是整体市场指数。

为了保持指数的连续性，指数提供商会定期调整成份股。不同的指数提供商调整频率不同，有年度调整、季度调整、月度调整和临时调整几类。成份股调整次数越少，意味着更低的换手率。不过只要成份股调整一旦发生，都会导致指数成分的变化。不同公司对规模变化的规则也大相径庭，有些指数允许规模跨越式调整，而有些指数只允许逐级调整。

风格指数将整体市场指数和规模指数进一步区分成价值和成长风格。每一家指数公司都有自己独特的风格划分法。一些指数提供商仅有价值和成长的划分，而另一些则有第三类，称为混合、中性或者核心风格。中间这一类股票是兼有价值和成长属性的股票，或者既没有价值特征也没有成长特征。图 10.3 描绘了晨星公司划分风格的示意图。

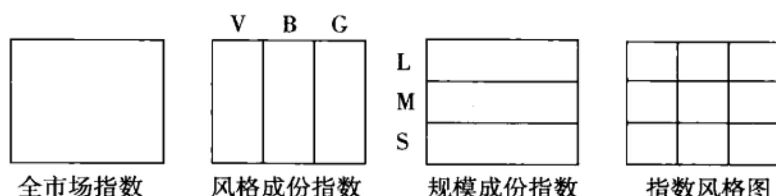



**图 10.3 晨星规模和风格指数体系**

资料来源：晨星公司。

与规模划分的差异相比，不同指数公司在风格划分上的差异非常大。比如，罗素公司用了两个指标划分价值/成长，道琼斯公司用了 6 个因素，标准普尔和标准普尔/花旗用了 7 个指标，摩根士丹利资本国际用了 8 个指标，最多的晨星则用了 10 个指标。指数公司在进行规模调整的同时也会调整风格类型。所以，不同公司的同一个风格指数的成份股及其表现可能相差很大，一只在某个指数公司属于价值股的股票可能在另一个公司属于成长股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 基准指数 ETF 基金

回顾一下前面的章节，基准指数的意义和用途非常广泛，跟踪其业绩的ETF 基金仅仅是一个很小的用处。事实上，基准指数被广泛应用于经济分析、资产配置、基金经理业绩评估等用途。

接下来，我们将有针对性地介绍几个基准指数及其提供商。为了更好地了解这些指数和 ETF 基金产品，建议读者去访问这些指数提供商的官方网站。详见本书末尾的附录 B。

### *标准普尔美国股票指数系列*

美国所有的股票型指数基金中，标准普尔 500 指数最受欢迎，包括 ETF 基金在内，一共有超过 10 000 亿美元的基金投资在标准普尔 500 指数上。其中，道富银行的 SPDR 标准普尔 500 ETF 基金规模最大，超过了其他同类产品管理的资产总和。

指数公司提供的产品各有优劣，标准普尔公司也不例外。虽然标准普尔指数族中的每一只指数都有严格的成份股纳入和剔除规则，但最终的决定是由一个指数委员会来抉择，这个委员会负责哪只成份股被纳入、剔除，以及何时进行上述操作。

虽然人们一致认为标准普尔 500 指数是体现美国大公司市场表现的最佳基准指数，但这种看法也有偏颇。一个常见的误解是，标准普尔 500 只指数包括大公司股票。事实上，并非所有的大公司股票都是标准普尔 500 的成份股，而该指数的成份股中也由不是大公司的股票，中型公司成份股约占 10%。事实上，标准普尔 500 指数并没有一个进入指数的最低市值门槛限制。指数构造规则中的原则，是成份股公司必须是一个重要行业的领导者，而无论其规模大小。

可以认为标准普尔 500 指数的构造是一个非常主观的过程。不过，根据我们的指数分类模型，标准普尔 500 属于被动型指数，其理由如下：

1. 指数的样本数量足够多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 成份股调整频率很低，指数换手率很低。

3. 和其他大盘股指数的相关性非常强。

标准普尔100指数是标准普尔500的一个子集，深受机构投资者的青睐。标准普尔100是由有股票期权交易的美国100家大公司组成的指数。虽然只有100只股票，这只指数的总市值却达到了标准普尔500指数总市值的57%和美国整个股票市场市值的45%。

标准普尔400中盘股指数和标准普尔600小盘股指数的构造方法，与标准普尔500指数类似，遵循着相同的选股标准。基于同样的原因，我们也认为这两只指数属于被动型指数。

如果把标准普尔500、标准普尔中盘股400和标准普尔小盘股600加在一起，就组成了标准普尔超级成分1500指数，这只指数覆盖了美国股票市场85%的总市值。

为了覆盖剩下的15%股票市场，标准普尔还创建了标准普尔整体市场指数（TMI），这只指数囊括了所有在纽约证券交易所，纳斯达克交易所和纳斯达克小型交易所上市的股票。除了整体市场指数，标准普尔还创建了标准普尔完整指数，完整指数是从整体市场指数中剔除标准普尔500指数后剩下的部分，这只指数大约有4 500只成份股。

标准普尔将其500、400和600指数系列，进一步划分成标准普尔/花旗价值和成长指数族。它们用了一个多因子模型来区分价值和成长属性。其中，衡量成长属性一共有3个指标，另外4个指标用来衡量价值属性。每只股票都被赋予一个风格得分，这成为构造价值和成长指数的基础。标准普尔/花旗风格指数族中价值和成长指数的市值相当，这是因为该指数构造过程中纯价值和纯成长风格的市值各占1/3。[①]

---

① 在对比了2009年12月出版的标准普尔风格指数的相关材料后发现，标准普尔的风格指数系中已经没有花旗的名称，而且在风格划分的指标由原书的7个变为6个，分别是每股利润对每股收入的3年相对成长、每股收入的3年成长率、过去12个月价格惯性（以上指标衡量成长性），市净率、市盈率、市售率（以上指标衡量价值性）。忠于原著，译者在原文翻译中未做任何变动。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 道琼斯威尔希尔美国股票指数系列

道琼斯公司一共创设了超过 3 000 种美国和全球股票基准指数，其中包括风格指数和行业成份指数。看起来这个数目多了点，不过跟其他指数提供商相比，道琼斯公司的指数还不算多。道琼斯公司一直是指数服务行业的积极参与者，尤其是与威尔希尔公司合作后更加如虎添翼。

2000 年道琼斯发布了美国整体市场指数。美国整体市场指数包含了自由流通市值前 95% 的所有股票，一共有 1 850 只股票，这个样本股数量是美国所有整体市场指数中最少的。

威尔希尔公司原是加利福尼亚州圣莫尼卡的一家私人投资公司，该公司专注于指数研究和开发。从 2004 年开始，威尔希尔公司开始和道琼斯公司合作推出指数。鉴于威尔希尔的专业性，道琼斯指数从此对市场研究更加深入。道琼斯威尔希尔 5000 是全美第一个衡量美国所有股票收益的指数，这个指数名称有时候让人误以为该指数包含 5 000 只股票，实际上该指数的成份股数目每周都在变化，因为新股发行、公司合并、收购、破产和成交量等因素都会影响成份股数量。

早在 1974 年，威尔希尔公司就推出了威尔希尔 5000 指数（道琼斯威尔希尔 500 指数的前身），该一经推出就成为全美覆盖最广的股票指数，其包含了所有公司总部在美国的公司，同时其股票交易价格连续可获得。现在，想要投资全美股票市场的投资者会发现有一只以道琼斯威尔希尔 5000 为标的的 ETF 基金可供选择。不过，该基金并不是跟踪所有的指数成份股，因为有一些迷你股票的交易量非常小，缺乏足够的流动性，因此基金管理公司对这部分股票采用抽样购买的方法。

创建于 1983 年的威尔希尔 4500 股票指数，用来衡量威尔希尔 5000 指数中的小盘股和中盘股的业绩表现。该指数基本上可以等于威尔希尔 5000 的成份股减去标准普尔 500 指数成份股后剩下的部分，该指数相对标准普尔 500 指数能更好地衡量其他更多股票的业绩。同样，基金经理在管理指数基金时会根据小股票的流动性做适当调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



道琼斯威尔希尔风格指数把道琼斯威尔希尔5000指数按照市值规模分成四个部分：大盘、中盘、小盘和迷你盘。然后按照调整后的市值规模均等地划分大、中、小3个规模维度，并且和成长、价值维度进行组合。成长和价值维度通过6个指标计算而得，分别是：预期市盈率、预期盈利增长率、市净率、分红收益率、滚动营业收入增长率和滚动净利润增长率。

### 罗素美国股票指数系列

弗兰克·罗素公司在1984年推出了美国股票指数系列，其目的是为了衡量主动型管理基金的基金经理投资业绩。截至今天，已经有数千亿美元的投资以罗素指数作为跟踪标的，其中包括部分ETF基金，最有名的当属安硕罗素2000ETF，这只基金主要跟踪小盘股。

罗素公司在每年5月31日调整旗下指数，罗素3000指数是严格按照公司规模大小构成的。罗素指数系列都是采用市值加权，其成份股都是在美国注册的上市公司，而且只考虑普通股。罗素指数没有采用总股本计算市值，因此该指数代表的是美国上市公司的自由流通市值。

罗素3000指数衡量的是美国市值最大的3 000只股票的业绩表现，覆盖了约98%的美国可投资股票的市值。罗素指数体系有好几个层次，除了罗素小盘股指数以外，其余都是罗素3000指数的子集。罗素小盘股指数是市值排名第2 001名到第4 000名的股票集合（详见第八章关于罗素美国股票指数体系的说明和示例）。

罗素用个股的市净率和预期盈利增长率来对股票进行排序，进而得到股票的价值成长属性。每只股票被给予一个价值/成长分数，并且据此被划入价值成长序列，对于那些同时具有价值成长属性的股票，罗素通过对市值进行划分来处理。价值和成长指数的市值分别是其各自所在规模组的一半市值。大约有30%的股票为兼具价值和成长属性的股票，根据其相对的价值成长得分，罗素通过用一种市值比例的办法对此进行划分。这样，所有的指数既没有成分重叠，也没有双重计入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 摩根士丹利资本国际指数

摩根士丹利资本国际（MSCI）指数中的美国股票指数是后起之秀，在业界的地位却极为显赫。在指数基金巨头先锋集团的帮助下，摩根士丹利资本国际于 2003 年推出了这些指数。先锋集团当时在寻求标准普尔 500 的替代者，它最终选择了摩根士丹利资本国际。

摩根士丹利资本国际的基准指数按照市值规模分成 3 种：大盘、中盘和小盘。根据它的分类方法，大盘股指数由总市值最大的前 300 只股票组成，中盘股是接下来的 450 只，小盘股则是余下的约 1 750 只股票。其中，大盘股和中盘股共 750 只股票又组成一个新的指数，代表美国总市值最大的 750 只股票。

当一只股票由一个组别迁入另一个组别时，摩根士丹利资本国际使用缓冲区进行处理。这样做的目的是，想平衡准确地反映股票市值变化和投资组合交易成本之间的矛盾。这样做的另外一个好处是，防止部分投机者先行买入（一些提前得知成份股变动的投机者会先行买入，潜伏到大资金买入）。这种先行买入的行为常常使得指数基金每年损失数百万美元。

摩根士丹利资本国际用 3 个价值指标和 4 个成长指标来构造风格指数。价值成长指数的目标是，把基准指数分成价值和成长两个类型，每个类型各占有 50% 的市值。根据个股的价值成长得分，有些股票可能被同时分入价值和成长指数。不同规模的指数市值等于其价值成长指数的市值之和，根据划分的方法，其市值不会重复计入。

## 晨星指数系列

与晨星久负盛名的风格九宫图一样，晨星指数有 16 只完备的规模和风格指数系。这些指数覆盖了 97% 的美国股票市值。晨星的风格分类算法使用了 10 个因子，来区分价值和成长属性。如果读者想详尽地了解编制方法，可以访问晨星公司网站的指数编制手册。

晨星将美国的所有股票按照规模分成 3 个类型，其方法是定义一定的市





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值比重作为划分的基础。大盘股是占市值总额的70%的股票构成；中盘股是余下的20%；小盘股是剩下的7%；余下的3%是迷你股，这些股票没有进入风格分类。

在每个市值规模里面，每个成份股被分成3种风格类型：价值、成长和核心，这基于股票总的风格得分。晨星使用5个价值指标和5个成长指标来计算股票的价值成长得分，其价值和成长得分是分开计算的。个股单独的价值得分和成长得分，共同决定每个股票的风格分数。个股只有当它的风格和规模显著超过分界线后才被重新划分。由于同样采取缓冲措施，使得规模和风格的变迁可以兼顾分类准确与调仓成本。

## 美国股票型策略指数ETF基金

策略指数与基准指数生而不同。策略指数的创设不是作为经济的晴雨表、研究工具或者其他非投资目的，其目的是为了设计投资产品。很多时候是基金公司想利用某种投资策略发行投资产品时才让指数服务公司构建该策略指数。

策略指数从结构上也不同于基准指数。策略指数要么在成份股选择上利用一定的方法剔除基准指数中的很多成份股，要么采用非市值加权的方法进行成份股加权，要么在这两个方面都有异于基准指数。

由于策略指数的构造特征导致策略指数在风险和收益方面不同于基准指数。在图10.4中，除了被动/市值组合外，任何一个策略指数总属于其他8个组合中的某一种。

本节将介绍几个常见的策略指数，其中包括规模和风格策略指数。在本章的末尾我们提供了跟踪策略指数的ETF基金样本。读者想要全面了解美国ETF的情况，请访问 www.theetfbook.com 和 www.etfguide.com 网站，以便获取更详尽的信息。在ETF数据库中，读者可以筛选和阅览各种策略指数的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



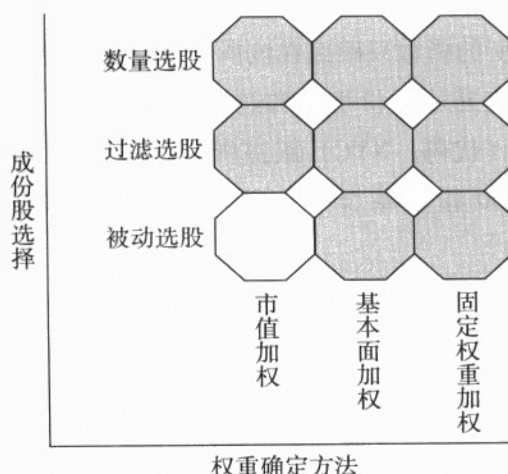



图 10.4 美国策略指数构成方法图

## 交易所指数

大家习以为常的交易所指数就是一种策略指数，这种指数只包括在某个主要交易所交易的股票。比如，纳斯达克成份指数就只包括那些在纳斯达克交易所上市的股票，其他股票不论多优质或多重要都不会进入该指数。富达基金的纳斯达克成份股 ETF 基金（代码：ONEQ）就跟踪这个指数。

纳斯达克 100 是另一个广受欢迎的交易所指数，这个指数有如下两个特征：一是其成份股主要在纳斯达克进行交易，二是剔除了金融股。Powershares 公司的 QQQ（代码：QQQQ）就是跟踪纳斯达克 100 指数的 ETF 基金。虽然该指数局限于纳斯达克交易所和科技行业，但不论是机构投资者还是个人投资者都热衷于它，这是因为它强调对技术类股票的投资。迄今为止一共有接近 200 亿美元的资金投在该 ETF 基金上。

第一信托有两个独特的跟踪纳斯达克指数的基金：其中一个是等权的纳斯达克 100 指数（代码：QQEW），另一个是剔除了技术类股票的纳斯达克 100（代码：QQXT）。QQXT 特立独行，因为它剔除了纳斯达克赖以成名的技术类股票，但部分投资者能很巧妙地利用这类基金（详见第二十章对于特殊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



ETF 使用方法的讨论)。

纽约股票交易所的指数只跟踪在该所上市交易的股票。一共有两只 ETF 基金跟踪纽约股票交易所成份指数和纽约股票交易所 100 指数。安硕纳斯达克成份指数基金（代码：NYC）跟踪所有在纽约证券交易所交易的股票，而安硕纳斯达克 100 指数基金（代码：NY）则跟踪其中最大的 100 家公司。

标准普尔公司也积极推出了策略指数服务，其中一个颇受欢迎的产品就是标准普尔 500 等权指数。这个指数的成份股和标准普尔 500 完全一致，只是加权方式是等权而不是市值加权。标准普尔公司每个季度对指数进行调整，以保证成份股权重相等。标准普尔 500 等权指数的成份股平均市值远低于按照市值加权的成份股平均市值（参见第九章）。Rydex 基金公司的标准普尔等权 500 基金（代码：RSP）就跟踪这只指数。Rydex 公司第一个把等权的 ETF 基金引入市场，目前管理着超过 20 亿美元的资产。

标准普尔纯风格指数系列，提供了完全基于风格投资的机会。在标准普尔/花旗指数系列中，纯成长指数系列拥有 1/3 的市值，而纯价值指数同样拥有 1/3 市值。位于价值和成长属性之间的那些股票，被排除在外。纯风格指数系列中标准普尔采用了多因子模型，来决定每个股票的权重。这套方法通过计算每只股票的基本面属性来给予权重。

### *用基本面分析选股和决定权重的指数系列*

用基本面分析来选股和确定权重变得日渐流行，这部分是因为 2000 年到 2006 年价值股的优越表现。基本面选股和确定权重，会使得指数中的成份股大多为价值股。所以，一旦某段时间内价值股的表现超越成长股，这类指数就很容易超越基准指数（详见第九章讨论当使用基本面分析选股和确定权重时引起的价值股集中倾向）。

锐联基本面指数采用了一系列复杂的多因子权重模型，来决定成份股权重。锐联给予被动选出的股票篮子中的每只股票一个基本面排名，这个排名是根据几个基本面因素决定的，然后利用这个排名确定该股在指数中的权重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



比例。这种策略会导致比基准指数更大的超配价值股（锐联的基本面加权方法在第九章有详细讨论）。

智慧树公司采用分红作为基本面过滤工具来选择股票。那些没有定期分红的股票被剔除候选股，剩下的股票用分红数据来赋予权重。2007 年，在所有的 3 500 家公司中约有 1 500 家达到智慧树定期分红的标准。接下来，又根据规模对这些成份股进行进一步细分，以满足 ETF 的投资条件。这些指数同样采用基本面因素作为加权。现金分红数量越大的股票，拥有越高的权重。

除了智慧树外，还有几家分红指数的提供商，包括标准普尔和 Merchants 集团。这些指数提供商的选股和权重的策略与上述介绍大同小异。不同分红指数提供商仅仅是在细节方面略有差异，比如公司分红的时长和分红相对盈利的水平等等。不论是哪种方法，所有的分红指数也是明显偏向于价值股。

由分红指数还衍生出盈利指数，智慧树盈利指数基金就是跟踪盈利指数。智慧树公司挑选那些最近 4 个季度累积盈利为正的公司。由于绝大部分美国上市公司都有盈利数据，因此这样选股就比分红选股要宽泛得多，使得投资者可以投资于更多的股票。

### 数量化指数

2003 年市场中开始出现数量化指数，最早的数量化指数是 Intellidex 指数系列。Powshares 公司的布鲁斯·邦德最早提出了数量化指数和指数基金投资的概念。由于美国证券交易委员会禁止 ETF 基金管理公司同时运营指数，邦德就将指数的运营交给美国交所（现在已经被纽约股票交易所收购）。目前是由纽约股票交易所负责维护这些指数，而由 Powershares 公司负责管理这些 ETF 基金（详见第一章关于 Powershares 公司发展的简介）。

Intellidex 指数每个季度对指数进行调整，它们用了一个 25 因素模型对股票进行选择。这套系统对股票的风险、价格惯性、盈利成长和估值 4 个方面进行考察。每只股票都可以得到一个排名，排名最好的定量股票进入指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Intellidex 指数的权重策略采用一种双层优化的等权方法，指数中的大市值股票获得一个更高的固定权重，而剩下股票的固定权重则较小。

Intellidex 指数不对外公布其选股和权重细节，投资者只可以获取关于指数的一些简要描述，甚至连基金管理公司都不能获取选股和权重细节。

越来越多的指数公司开始采用数量化的方法，来构建指数以供 ETF 基金使用。第一信托的阿尔法动态指数基金是新近采用数量指数的一个例子，标准普尔公司创设和维护一系列策略指数以供这些基金投资。相比 Intellidex 指数，标准普尔的方法更加透明但同时也更加复杂。

标准普尔在基准指数的基础上进行调整细分来创设策略指数，以期获得更好的投资收益。所有标准普尔指数里的股票被分为成长、价值和混合 3 类。成长股用 5 个维度的成长指标进行测量；价值股用 3 个维度的指标测量，所有的股票都有一个得分；混合股用上述 8 个维度进行测量，并选择其得分更高者作为其属性。

标准普尔接下来会对选出的所有股票五等分。第一信托的阿尔法动态指数基金超配得分最高的 1/5 股票，这部分股票的权重是 33.3%，接下来的 1/5 股票是 26.7%，第三组是 20%，第四组是 13.3%，最后的一组是 6.7%。标准普尔每季度以此对该指数进行调整。

### *道琼斯指数也是策略指数?*

道琼斯工业平均指数创立于 1896 年。道琼斯指数采用价格加权策略，这使它成为有史以来的第二只策略指数（第一只是创设于 1884 年的道琼斯运输平均指数）。道琼斯工业平均指数由美国最大的 30 家上市公司构成，目前仍然是最受关注的股票市场指数。

道琼斯指数的成份股选择基于主观判断，指数委员会决定谁进谁出。正如标准普尔 500 一样，虽然是基于主观选择，人们还是将道琼斯指数视为被动型指数的代表，因为这些股票基本上就是美国大型上市公司的代表。

我们之所以把道琼斯指数也称为策略指数，不是因为它的成份股选择方法，而是成份股的加权方法。道琼斯指数采用每只股票的价格作为权重而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是常用的上市公司市值，一只价格为 100 美元的小公司在指数中的权重 10 倍于一只价格为 10 美元的巨无霸公司。用价格而非市值加权，使得道琼斯指数也表现出价值特征。

目前一共有数十亿美元投资在道琼斯工业指数上面，负责投资的基金是钻石基金（代码：DIA）。绝大部分投资者都是个人投资者。

### 从“大道”到“小道”

道琼斯指数虽然家喻户晓，但极少有人知道道琼斯公司还有一个道琼斯精选小盘指数，这只指数衡量在美国上市的小盘股的业绩。道琼斯公司声称，这只指数是一个可投资指数，因为指数成份股具有很好的流动性。

道琼斯小盘精选指数用筛选的方法选择成份股，它首先滤去了那些市值最小、交易量最少的股票，同时那些基本面太差的股票也被排除在外。通过这些方法，营业利润太低、市盈率太高、市住率太高、盈利持续性差和相对价格变化不利的股票就被拒绝在外。

## 美国基准和风格 ETF 基金示例

为了让读者了解美国一些成熟的 ETF 基金情况，我们在表 10.1 给出了一些有代表性的基准基金和风格基金的样例。表 10.1 分为两个部分：第一部分包括根据基准指数的 ETF 基金，主要是被动择股和市值加权；第二部分是跟踪策略指数的 ETF 基金。

基准指数 ETF 基金的费率通常是 0.2%，这是所有指数化投资中费率最低的一类。策略指数 ETF 基金的平均费率大约是 0.5%。虽然并无多少道理可以解释策略指数的成本比基准指数高 1.5 倍，但现实就是这样。有一种可能是，购买策略指数基金的主要都是个人投资者，他们之前会支付更高的费用给人为主动管理的共同基金，因此策略指数基金公司可以多收一点钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 10.1 美国整体市场含规模和风格的 ETF 基金

基准指数 ETF 基金——整体市场基金和风格基金

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 大盘混合 | SPDRs（S&P 500） | SPY | 0.10 | S&P 500 | | P S | C F |
| 大盘混合 | iShares S&P 500 | IVV | 0.10 | S&P 500 | | P S | C F |
| 大盘混合 | iShares S&P 100 | OEF | 0.20 | S&P 100 | | P S | C F |
| 大盘混合 | iShares S&P 1500 Index | ISI | 0.20 | S&P 1500 | | P S | C F |
| 大盘混合 | Rydex Russell Top 50 | XLG | 0.20 | Russell Top 50 | | P A | C F |
| 大盘混合 | iShares Russell 1000 | IWB | 0.15 | Russell 1000 | | P A | C F |
| 大盘混合 | Vanguard Large Cap | VV | 0.07 | MSCI U.S. Large Cap | | P A | C F |
| 大盘混合 | iShares Morningstar Large Core | JKD | 0.20 | Morningstar Large Core | | P A | C F |
| 大盘成长 | iShares R1000 Growth | IWF | 0.20 | Russell 1000 Growth | | P A | C F |
| 大盘成长 | iShares S&P 500 Growth | IVW | 0.18 | S&P 500 Growth | | P A | C F |
| 大盘成长 | Vanguard Growth | VUG | 0.11 | MSCI U.S. Growth | | P A | C F |
| 大盘成长 | iShares Russell 3000 Growth | IWZ | 0.25 | Russell 1000 Growth | | P A | C F |
| 大盘成长 | iShares Morningstar Large Growth | JKE | 0.25 | Morningstar Large Growth | | P A | C F |
| 大盘成长 | SPDR DJ Large Growth | ELG | 0.21 | DJ Large Growth | | P A | C F |
| 大盘价值 | iShares R1000 Value | IWD | 0.20 | Russell 1000 Value | | P A | C F |
| 大盘价值 | iShares S&P 500 Value | IVE | 0.18 | Russell 1000 Value | | P A | C F |
| 大盘价值 | Vanguard Value | VTV | 0.11 | MSCI U.S. Value | | P A | C F |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

基准指数 ETF 基金——整体市场基金和风格基金

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 大盘价值 | iShares Russell 3000 Value | IWW | 0.25 | Russell 1000 Value | | P A | C F |
| 大盘价值 | iShares Morningstar Large Value | JKF | 0.25 | Morningstar Large Value | | P A | C F |
| 大盘价值 | SPDR DJ Wilshire Large Value | ELV | 0.21 | DJ Wilshire Large Value | | P A | C F |
| 混合市值 | Vanguard Total Stock Market | VTI | 0.07 | MSCI U.S. Total Stock Market | | P A | C F |
| 混合市值 | iShares DJ Total Market | IYY | 0.20 | DJ Total Market | | P A | C F |
| 混合市值 | iShares Russell 3000 | IWV | 0.20 | Russell 3000 | | P A | C F |
| 混合市值 | SPDRs Total Market（DJW 5000） | TMW | 0.21 | DJ Wilshire 5000 | | P A | C F |
| 中盘混合 | Mid Cap SPDR（S&P 400） | MDY | 0.25 | S&P Mid Cap 400 | | P S | C F |
| 中盘混合 | iShares S&P 400 Mid Cap | IJH | 0.20 | S&P Mid Cap 400 | | P S | C F |
| 中盘混合 | iShares Russell Mid Cap | IWR | 0.20 | Russell Mid Cap | | P A | C F |
| 中盘混合 | Vanguard Mid Cap | VO | 0.13 | MSCI U.S. Mid Cap | | P A | C F |
| 中盘混合 | Vanguard Extended Market | VXF | 0.08 | DJ Wilshire 4500 | | P A | C F |
| 中盘混合 | iShares Morningstar Mid Core | JKG | 0.25 | Morningstar Mid Core | | P A | C F |
| 中盘成长 | iShares S&P 400 Mid Growth | IJK | 0.25 | S&P Mid Cap 400 | | P S | C F |
| 中盘成长 | iShares Russell Mid Growth | IWP | 0.25 | Russell Mid Cap Growth | | P A | C F |
| 中盘成长 | iShares Morningstar Mid Growth | JKH | 0.30 | Morningstar Mid Growth | | P A | C F |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

基准指数 ETF 基金——整体市场基金和风格基金

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中盘价值 | iShares Russell Mid Value | IWS | 0.25 | Russell Mid Cap Value | | P A | C F |
| 中盘价值 | iShares S&P 400 Mid Value | IJJ | 0.25 | S&P Mid Cap 400 | | P S | C F |
| 中盘价值 | iShares Morningstar Mid Value | JKI | 0.30 | Morningstar Mid Value | | P A | C F |
| 小盘混合 | iShares Russell 2000 | IWM | 0.20 | Russell 2000 | | P A | C F |
| 小盘混合 | iShares S&P 600 Small | IJR | 0.20 | S&P 600 Small | | P S | C F |
| 小盘混合 | iShares Morningstar Small Core | JKJ | 0.25 | Morningstar Small Core | | P A | C F |
| 小盘混合 | Vanguard Small Cap | VB | 0.10 | MSCI U.S. Small Cap | | P A | C F |
| 小盘成长 | iShares R2000 Growth | IWO | 0.25 | Russell 2000 Growth | | P A | C F |
| 小盘成长 | iShares S&P 600 Growth | IJT | 0.25 | S&P 600 Growth | | P S | C F |
| 小盘成长 | Vanguard Small Cap Growth | VBK | 0.12 | MSCI U.S. Small Cap Growth | | P A | C F |
| 小盘价值 | iShares R2000 Value | IWN | 0.25 | Russell 2000 Value | | P A | C F |
| 小盘价值 | iShares S&P 600 Value | IJS | 0.25 | S&P 600 Value | | P S | C F |
| 小盘价值 | Vanguard Small Cap Value | VBR | 0.12 | MSCI U.S. Small Cap Value | | P A | C F |
| 小盘价值 | iShares Morningstar Small Value | JKL | 0.30 | Morningstar Small Value | | P A | C F |
| 小盘价值 | SPDR DJ Small Value | DSV | 0.26 | DJ Small Value | | P A | C F |
| 微型盘 | iShares Russell Micro Cap | IWC | 0.60 | Russell Micro Cap | | P A | C F |
| | 基准指数型 ETF 平均费率 | | | 0.21 | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

**策略指数 ETF 基金——整体市场基金和风格基金**

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 大盘混合 | iShares NYSE Composite | NYC | 0.25 | NYSE Composite | | S E | C F |
| 大盘混合 | Rydex S&P Equal Weight | RSP | 0.40 | S&P Equal Weight | | P S | X E |
| 大盘混合 | PowerShares FTSE RAFI 1000 | PRF | 0.76 | RAFI 1000 | | P A | F F |
| 大盘混合 | iShares NYSE 100 | NY | 0.20 | NYSE 100 | | S E | C F |
| 大盘混合 | First Trust Large Cap Core | FEX | 0.70 | S&P Defined Large Cap Core | | Q M | X M |
| 大盘成长 | Powershares QQQ | QQQQ | 0.20 | NASDAQ – 100 Trust | | S E | C F |
| 大盘成长 | Rydex S&P 500 Pure Growth | RPG | 0.35 | S&P 500 Pure Growth | | S F | F F |
| 大盘成长 | PowerShares Dynamic Large Growth | PWB | 0.64 | Inteilidex Dynamic Large Growth | | Q M | X M |
| 大盘价值 | DIAMONDS Trust | DIA | 0.18 | Dow Jones Industrial Avg | | P S | F P |
| 大盘价值 | WisdomTree Large Cap Div | DLN | 0.28 | WisdomTree Large Cap Div | | S F | F D |
| 大盘价值 | Rydex S&P 500 Pure Value | RPV | 0.35 | S&P 500 Pure Value | | S F | F F |
| 大盘价值 | PowerShares Dynamic Large Value | PWV | 0.65 | Intellidex Dynamic Large Value | | Q M | X M |
| 混合市值 | PowerShares Dynamic Market | PWC | 0.60 | Intellidex Dynamic Mkt | | Q M | X M |
| 混合市值 | WisdomTree Total Dividend | DTD | 0.28 | WisdomTree Total Dividend | | S F | F D |
| 混合市值 | First Trust Multi Cap Value AlphaDEX | FAB | 0.70 | S&P Defined Multi Cap Value | | Q F | X M |
| 混合市值成长 | First Trust Multi Cap Growth AlphaDEX | FAD | 0.70 | S&P Defined Multi Cap Growth | | Q F | X M |
| 中盘混合 | WisdomTree Mid Cap Div | DON | 0.38 | WisdomTree Mid Cap Div | | S F | F D |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

**策略指数 ETF 基金——整体市场基金和风格基金**

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中盘混合 | First Trust Mid Cap Core AlphaDEX | FNX | 0.70 | S&P Defined Mid Cap Core | | Q F | X M |
| 中盘成长 | Rydex S&P 400 Pure Growth | RFG | 0.35 | S&P 400 Pure Growth | | S F | F F |
| 中盘成长 | PowerShares Dynamic Mid Growth | PWJ | 0.65 | Intellidex Dynamic Mid Growth | | Q M | X M |
| 中盘成长 | First Trust IPOX – 100 Index | FPX | 0.66 | IPOX – 100 Index | | S T | C C |
| 中盘价值 | Rydex S&P 400 Pure Value | RFV | 0.35 | S&P 400 Pure Value | | S F | F F |
| 中盘价值 | PowerShares Dynamic Deep Value | PVM | 0.60 | Intellidex Dynamic Deep Value | | Q M | X M |
| 中盘价值 | PowerShares Dynamic Mid Value | PWP | 0.67 | Intellidex Dynamic Mid Value | | Q M | X M |
| 小盘混合 | WisdomTree Small Cap Div | DES | 0.38 | WisdomTree Small Cap Div | | S F | F D |
| 小盘混合 | PowerShares Zacks Small Cap | PZJ | 0.75 | Zacks Small Cap | | Q P | X M |
| 小盘混合 | First Trust Small Cap Core AlphaDEX | FYX | 0.70 | S&P Defined Small Cap Core | | Q F | X M |
| 小盘成长 | Rydex S&P 600 Pure Growth | RZG | 0.35 | S&P 600 Pure Growth | | S F | F F |
| 小盘成长 | PowerShares Dynamic Small Growth | PWT | 0.65 | Intellidex Dynamic Small Growth | | Q M | X M |
| 小盘价值 | Rydex S&P 600 Pure Value | RZV | 0.35 | S&P 600 Pure Value | | S F | F F |
| 小盘价值 | PowerShares Dynamic Small Value | PWY | 0.66 | Intellidex Dynamic Small Value | | Q M | X M |
| 微型盘 | First Trust DJ Sel Micro Cap | FDM | 0.60 | DJ Select Micro Cap | | S F | C F |
| 微型盘 | PowerShares Zacks Micro Cap | PZI | 0.72 | Zacks Micro Cap | | Q P | X M |
| | **策略指数型 ETF 平均费率** | | | 0.51 | | | |

资料来源：theetfbook. com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录 A 给出了表 10.1 中股票选择和权重选择的字母含义。投资者想要了解每只基金更细致的股票选择和权重选择的信息，最好阅读这些基金公司的产品手册。

## 小　结

本章介绍了基准指数基金和风格指数基金。读者需要了解 ETF 投资有很多种选择，同时每种选择的成本也是千差万别的。成本低廉的基准指数基金通常是跟踪被动选股和市值加权的基准指数，ETF 基金的成本通常会随着选股和赋权的复杂性而增加。

本章列出的 ETF 基金包括了美国很多的基准指数基金和策略指数基金。限于篇幅，这里只能给出部分基金的信息。投资者想要详尽了解美国 ETF 基金的信息，请访问 www. theetfbook. com 和 www. theetfguide. com 网站。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第十一章

# 全球股票型ETF基金

国际投资为国内投资组合开拓了新的投资方向，国际股票和债券以两种方式拓展了投资组合的范围：增加投资组合中有价证券的数目，从而降低投资组合风险，或者多样化货币投资，也能降低投资组合的风险。

## 国际化投资的优势

全球范围的市场和货币往往在不同时间里运动趋势不同，当这种情况发生时，全球范围的多样化投资组合必然利用一个市场来对冲另一个市场的运动趋势。投资者将不定期对国际投资和国内投资进行再平衡，从而使得整体投资组合符合最初的全球目标配比。

从历史上看，美国证券和国际证券在有规律的再平衡过程中，降低了投资组合的整体风险，实际投资回报率小幅上升。这是现代投资组合理论的天堂，但是不能保证这种情况会在未来再次发生，然而，从长期来看，全球的多样化投资将有益于投资者。

外国证券与美国证券的收益率相背离的原因之一，是基于本地货币的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本走势。尽管国际股票型 ETF 的相关投资可能采用所属地的本地货币，但国际股票型 ETF 在美国交易所中仍以美元报价。例如，日本的股票以日元计价，但在美国当地发布 ETF 基金价格时，需要将日元报价转换成美元报价。

日本股票的价格可能不会因其日元价值的变动而变动，但是，如果美元贬值，将使得日本股票的价格因美元价值的变动而变动。由于币值波动，日本股市甚至可能因此而关闭，追踪日本日经指数和其他日本市场指数的 ETF，将在美国的证券交易所出现巨幅的价格波动：当美元贬值、日元升值时，美国投资者持有日本股票对冲美元贬值；当美元升值、日元贬值时，由于币值的差异，这些投资者将出现亏损。

虽然已有不少术语来描述对外国证券的投资，但这些术语通常是多余或者让人感到模糊的。例如，国际证券也被称为国外、海外或非美国证券，全球共同基金也被称为世界共同基金，其实两者都持有国际证券和美国证券。

发达市场的经济和社会体制相对比较先进。新兴市场是指那些不具备成熟的市场经济、先进的银行体系，或者稳定证券市场的国家。投资者往往以国内生产总值来区分发达市场和新兴市场，一般来说，人均国内生产总值 2 万美元以上的国家被认为是发达国家。

## 国际化投资的劣势

投资海外股票的一个缺点是，红利税收政策。当外国公司支付现金股利时，公司的所属国在现金被汇往海外之前就会对红利征税，这样你就永远不会得到预扣税的直接返还。然而，依据美国税法，只要证券在应税账户之内，投资者就可以对一定金额的国外税款进行税收抵免。但红利通常被发放到免税账户，比如个人退休账户（IRA），这样他们就不能要求国外税收抵免。

国际化投资的另一个缺点是，所谓的价格发现困境。当国际 ETF 在美国交易所交易时，其余的世界市场通常已经闭市，这样就对试图建立公正交易价格的美国投资者和做市商提出了特殊的挑战。海外市场一闭市，国际证券的资产净值就失去了实效性，这意味着在美国交易的 ETF 正在进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



没有具体数量的交易。

当全球市场不稳定时，国际 ETF 的价格和失去实效性的资产净值会产生较大差异。在这个时候，很多投资者认为美国市场的 ETF 价格是不正确的，但是事实恰恰相反，此时，美国市场上的价格或许反映了海外标的证券的最佳价格，这表明了如果海外市场开市，那些构成 ETF 的证券资产净值将会产生怎样的变动。在这个意义上说，ETF 对全球市场的参与者而言，已经成为一种重要的价格发现工具。

## 主要的国际和全球市场指数

本章第一部分讨论的话题是主要的国际和全球市场 ETF。这些 ETF 追踪那些涵盖整个世界，又包含国际要素、区域要素和个体国家要素的指数。

本章讨论了将国际市场层次划分为发达市场指数和新兴市场指数的主要市场指数，还讨论了构成全球行业 ETF 基础的全球工业指数。

有许多指数提供商追踪全球和国际市场，每个提供商都有自己的方法。这些指数提供商的共同点是，都在国家一级建立自己的主要指数。这意味着国家集中到区域，区域集中构成国际指数，而国际指数结合美国指数构成全球指数。第二种方法是集中发达市场和新兴市场构成国际指数和全球指数。

全球指数层次的每个水平刻画了指数的类型和规模，形成风格指数。图 11.1 是这一过程的简化说明，即全球市场形成地区跨国市场、地区形成发达国家与新兴国家市场等。

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 全球市场（含美国） | 全球指数 | 全球指数 | 全球指数 | 全球指数 |
| 跨国市场（不含美国） | 跨国指数 | 跨国指数 | 跨国指数 | 不含美国 |
| 发达国家与新兴国家市场 | 发达国家 | 发达国家 | 新兴国家 | 不含美国 |
| 地区（亚太、欧洲、中南美） | 亚太 | 欧洲 | 中南美 | 不含美国 |
| 国家（日本、德国、巴西……） | | | | 不含美国 |

**图 11.1　全球指数的基本结构**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全球市场指数的提供商已经构建了一系列基准指数，而且没有指数供应商以完全相同的方式划分全球市场。成千上万的市场指标代表了超过 150 多个国家、众多地区，以及多层次的发达市场和新兴市场的收益率，这些指标还涵盖了从股票到债券多种类型的有价证券及商品。

在短短一章中，我们不可能完全对全球市场进行细致研究，我们的目的是进行一次简单的概述。学习全球指数结构详尽细节的最好方法是，访问每个指数提供商的官方网站。世界市场指数的主要提供商包括摩根士丹利资本国际、标准普尔、道琼斯以及富时指数，附录 B 列示了这些具体网站地址。对感兴趣的指数，你可以阅读以该指数为基准的 ETF 招股说明书，从而获得更详细的信息。

摩根士丹利资本国际基准指数覆盖了全球 85% 的股票市场可自由流通市值，根据市场的程度，其规模的界限对不同国家和地区略有不同。为了涵盖剩下的 15% 的大部分，摩根士丹利小型股指数由世界范围内“尽量涵盖”可供投资的小盘市场公司构成，这些数据同时包括发达市场和新兴市场。总的来说，摩根士丹利资本国际在全世界范围内创造了超过 20 000 种风格、部门和区域指数。以摩根士丹利资本国际的指数作为 ETF 未来基准是很合适的。

标准普尔全球 1200 指数是全球投资的基准指数，该指数同时考虑了股票的流动性因素，使其成为投资大公司的 ETF 理想指数。标准普尔全球 1200 是一个自由流通市值加权指数，大约涵盖全球市场资本总额的 70%，它包括美国的标准普尔 500 指数和 5 个非美国指数：标准普尔欧洲 350 指数、标准普尔/东证 150（日本）、标准普尔/多伦多证交所 60（加拿大）、标准普尔亚太 100 和标准普尔拉丁美洲 40。

标准普尔全球 100 指数由标准普尔全球 1200 指数中最重要的 100 家公司构成，这些公司的业务实质是全球性，其营业收入很大一部分来自多个国家。标准普尔选择构成指数的个体公司基于其稳定的基本面、行业领先地位、市场流动性和规模。虽然全球 100 指数都是大盘股，但全球 100 指数并不全是全球最大的 100 家公司。

富时环球指数系列于 1987 年发行，它提供了一组单独适用的应用规则，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



包括富时全球股票指数系列（大型、中型和小型）、富时全球指数系列（大型股和中型股）和富时全球小盘股指数。

道琼斯指数以及威尔希尔公司已经研发了道琼斯威尔希尔全球指数系列。它们的指数涵盖了59个国家，市值覆盖世界市场资本总额的98%，也是一个重要的基准指数。

### 发达市场指数

从美国投资者的角度来看，发达市场是强大稳固的国家，有着强大的经济、稳定的政府、可靠的银行系统、能公正处理争议的法律系统，以及能方便融资、管理完善的金融市场。此外，每年的人均GDP要超过20 000美元。

最广泛使用的发达市场指数是摩根士丹利资本国际欧洲、大洋洲和远东指数，也就是众所周知的EAFE指数。摩根士丹利资本国际的EAFE指数大约包含位于欧洲和太平洋沿岸地区21个发达市场的1 000只大型公司的股票，采用自由流通市值加权，其中在每个国家至少包括该国每一产业群自由流通市值的85%。

摩根士丹利资本国际把EAFE指数划分为两大地理区域，形成摩根士丹利资本国际欧洲指数和亚太指数。国际指数依据地域的划分，形成了对这些地区的指数基金基准。摩根士丹利资本国际欧洲指数是大约由位于16个欧洲国家的600只普通股构成，摩根士丹利资本国际亚太指数由位于日本、澳大利亚、中国香港、新加坡和新西兰的大约550只股票股构成。

摩根士丹利资本国际并不管理EAFE指数中的区域权重，因此，该指数的区域权重随着时间的推移在地区之间摇摆不定。1990年，日本主导EAFE指数的70%，而到2000年，日本仅占该指数的25%。图11.2说明了EAFE指数在太平洋沿岸地区和欧洲之间的区间波动。

还有其他的主要市场基准指数，如富时全球除美国指数，它试图在全球范围内追踪发达市场和新兴市场中公司的业绩，但不包括美国市场。花旗主要市场指数是另一个发达市场基准指数，其涵盖了花旗全球基准指数80%的市值，而花旗全球基准指数则覆盖了每个国家95%的市值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



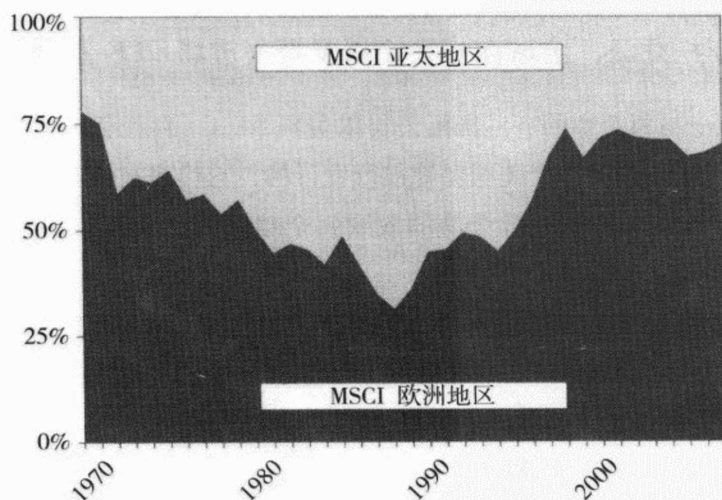



**图 11.2　MSCI 地区加权 EAFE 市场指数**

资料来源：MSCI.

## *新兴市场指数*

广义上来说，新兴市场是一个经济欠发达，同时正在努力达到发达水平的国家。这种努力可能包括吸引全球资本、建设基础设施、自由贸易、增加就业、公正的劳动法、房地产私有化、商业交易的透明度、提高人们生活水平、为所有人增加高等教育机会，以及其他数不胜数的措施。

全世界有超过 150 个经济体适合新兴市场地位的分类，这些经济体中，有超过 100 家证券交易所，这些交易所中有 1/4 是从 1990 年开始营业的。

标准普尔新兴市场指数及其基础数据库，是标准普尔在 2000 年从国际金融公司（IFC）收购的，该数据库从 1975 年更新至今。该指数从成立至今已经涵盖 54 个成熟市场中 2 000 多家公司的市场表现。

摩根士丹利资本国际新兴市场指数是一个自由流通市值加权指数，用以度量全球新兴市场中股票市场的表现。有许多因素决定新兴市场的含义，摩根士丹利资本国际认为这其中包括人均 GDP、地方政府法规、认知的投资风险、外国所有权限制，以及资本管制等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 美国存托凭证、全球存托凭证以及新兴市场ETF 基金

在美国交易所上市的一些国际公司以美国 ADR（存托凭证）的形式进行交易。每个 ADR 是由一个美国保管银行发行的，它代表被银行托管的一个或多个国外公司，以美元进行交易的股票。全球形式的美国存托凭证被称为 GDR（全球存托凭证）。

美国交易所的国际股份交易系统为美国存托凭证指数的交易创造了机会，因为已经发行了足够多的的 ADR 和 GDR，从而使它们可以用于创建新兴市场指数。有些指数以新兴市场 ADR ETF 的形式被授权许可。

BLDRS 新兴市场 50 ADR（代码：ADRE）跟踪纽约银行新兴市场 50 ADR 指数。BNY EM 50 ADR 指数是一个自由流通的，由在美国交易的规模最大且流动性最强的 ADR 和 GDR 组成。

Claymore/BNY BRIC ETF（代码：EEB）投资于 BRIC 各国。该基金跟踪纽约银行 BRIC 指数，该指数是由来自巴西、俄罗斯、印度和中国的美国托管凭证和全球托管凭证组成。指数中的权重是基于美国托管凭证的市值，这意味着巴西的比重是较重的，中国和俄罗斯的权重较轻。

## 区域指数

有几个区域指数使得 ETF 的投资者承担更大的区域风险，摩根士丹利资本国际的欧洲和亚太指数把 EAFE 市场分隔成两个地区指数。

欧元作为统一货币涵盖了欧洲的大部分地区，这使得指数提供商有更多的机会创造出更多指数。安硕摩根士丹利资本国际 EMU 基金跟踪摩根士丹利资本国际 EMU 指数，追踪欧元区上市公司证券的价格和收益变动。

道琼斯 50 是道琼斯欧洲 50 家公司的基准指数，目的是反映各行业的龙头。道琼斯欧元区斯托克 50 是道琼斯欧洲基准指数的一个子部分，该指数排除了不在欧洲货币联盟的国家。

英国的摩根士丹利资本国际指数旨在提供一个英国市场上公开交易证券的总指标，英国、瑞典和丹麦是目前不在欧元区的欧洲发达国家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在全球所有指数中，核心是个别国家的指数。许多国家的 ETF 都跟踪摩根士丹利国家基准指数。摩根士丹利资本国际列出市场上基于自由流通市值和成交量的每只股票，为每个国家构造一个指数。股票也按行业进行分类，每个行业都有代表。相比其他因素，国家指数的最主要特点就是行业复制。摩根士丹利资本国际的方法需要各行业至少 85% 的代表率。因此，一个国家指数至少覆盖了 85% 的市值份额。

标准普尔/东证 150 指数包括了来自东京交易所各行业的 150 只高流动性的股票。标准普尔/东证 150 是专为基金经理和衍生产品交易者设计的指数，具有足够广泛的市场代表性，却难以保证流动性。罗素/野村日本核心指数和日本小盘指数也是跟踪东京市场的。

标准普尔最近和花旗集团合作，成为更活跃的区域新兴市场指数提供商。SPDR 系列于 2007 年启动，跟踪多个不同的标准普尔/花旗集团新兴市场区域指数，包括中东、非洲、拉丁美洲和亚太地区。投资者在投资这些 ETF 时要注意，有可能一个公司或一个国家在指数中过于集中。例如，有一个 SPDR 是跟踪整个标准普尔/花旗 BMI 新兴市场指数，还有一个 SPDR 是跟踪标准普尔新兴市场 ETF 基金（代码：GMM）。

跟踪快速成长地区的国家基准指数如雨后春笋般发展，新华富时中国 A50 指数是由总市值排名前 50 的中国公司组成的自由流通市值加强指数。

## 国别指数

有好几个公司在收集不同国家的股票价格数据并开发指数，这很可能是 ETF 基金行业进一步发展的方向。

摩根士丹利资本国际构建国别指数会考虑很多因素，包括考察每一个证券的价格数据、总股本、重要股东、自由流通市值以及每月的交易量。股票按照行业分类，从每个行业选择合适的证券。摩根士丹利资本国际的方法要求至少 85% 的行业代表性，因此，一个国家指数就覆盖了至少 85% 的该国市值。与其他因素相比，行业代表性是一个国家指数的最主要特点。

目前，有 21 个单独的安硕国家基金，其中大部分标的指数都是摩根士丹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利资本国际指数（有两个是基于标准普尔全球指数）。这些基金中一部分是在1996年通过世界股票基准系列发行的。

还有很多其他的ETF基金提供商利用国家基金脱颖而出，其中大多是针对特定受众的单一国家基金。例如，日本、中国和俄罗斯基金发展很快已很普遍。

道富银行的SPDR罗素/Nomura Small Cap Japan ETF（代码：JSC）已经在全球小型股市场取得成功，它于2006年11月推出并接近2亿美元的资产。目前只有几个少数的小盘国际ETF被推出，如果构造合理，率先推出的ETF一般能获得不错的收益。

SPDR标准普尔中国ETF基金（代码：GXC）以标准普尔/花旗集团中国指数为基准，是新兴市场很好的例子。中国指数经过自由流通市值调整，指数计算只包括向投资者公开发行的股票。截至2007年中期，GXC包含约125只证券，中国移动公司占比最大，约占资产净值的12%。

俄罗斯市场ETF基金（代码：RSX）在扣除费用前尽可能完全复制（DAX全球俄罗斯+指数）国家指数的表现，该指数是一个改进了的市值加权指数，包括30个俄罗斯本土的上市公司股票。基金持有普通股，并选定收益优秀的在全球市场上交易的俄罗斯公司，其中石油公司占了绝对地位。

## 国际交易指数

国际交易指数不是为了跟踪国际市场的整体表现，该指数提供商力求创建一个能提供不同风险/收益组合的一揽子股票，而不是广泛的国际股票市场。提供者可能在某种程度上通过剔除证券而修改现有的市场数据，或者用不同于市值的方法赋予证券权重，或两者兼而有之。越来越多的国际交易指数正在为ETF市场而创造，而且可以预计将来会有更多的指数出现。

智慧树公司是国际交易指数投资的先驱者，其不包括加拿大和美国在内的欧洲、远东，以及澳大利亚智慧树红利指数（WisdomTree DIEFA），衡量了工业化国家中支付红利公司的表现。该指数中的外国公司需要定期的支付现金股息，并能满足其他的流动性和资本金要求。DIEFA指数中的公司以每年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现金分红为基础赋予权重。智慧树公司利用智慧树红利指数产生的数据，已经推出了一系列区域和国家 ETF。

智慧树同时是第一个涉足小盘国际 ETF 市场的公司，智慧数国际小型股股息基金（代码：DLS）于 2006 年 6 月推出，它类似基金，迅速聚集了市场资金，一年后该投资组合的资产达 5 亿美元。

ETF 的提供商 PowerShares 在国际市场上有国际交易指数 ETF。PowerShares 的国际股息收益 ETF（代号：PID）跟踪国际红利收益指数，该指数跟踪那些连续 5 个或更多财年年股息分配持续增长的 ADR 的表现。金龙沃特 USX 中国指数（代码：PGJ）包括在美国上市的，从中国获得大部分收入的证券，该指数已修改成了等权重结构。

PowerShares 的一系列动态国际基金 QSG 和 ETF，是跟踪 2007 年推出的 FTSE RAFI 新华富时国际指数，这个产品线给公司带来了很大声誉。动态 QSG 的投资组合利用数量化的股票选择和加权方法，而 FTSE RAFI 基金则使用多因素的基本面分析进行股票加权。

最雄心勃勃的国际交易指数也许是克莱默/扎克斯国家轮动 ETF（代码：CRO），该基金从摩根士丹利资本国际 MSCI EAFE 指数中的国家，加上加拿大，选择潜在的有巨大潜力的优秀国家进行超额配置。该指数涉及 22 个国家，任何一个国家都有一个 0～45% 不等的权重，曾经有一度该指数只包括 12 个国家，其 CRO 的费率是 0.65%。

### 国际ETF 名单

国际 ETF 的投资是一个迅速扩大的市场。表 11.1 涵盖了国际上 ETF 的部分清单，这份清单包括了基准指数和交易指数 ETF。投资者想要寻找全球、国际、区域和国家的完整的 ETF 列表，包括指数构成方法，请访问 www.theetfbook.com 和 www.etfguide.com 网站。

表 11.1 分为三个部分：第一部分包括全球、国际和区域市场基准的 ETF，第二部分包括单一国家指数的 ETF，第三部分是跟踪交易指数的全球、国际、区域和国家的 ETF。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 11.1　全球、跨国和国别 ETF 基金

| 基准指数 ETF 基金——全球、跨国和地区基金 | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
| 全球发达国家大盘 | iShares S&P Global 100 | 100 | 0.40% | S&P Global 100 Index | | P S | C F |
| 全球发达国家大盘 | SPDR DJ Global Titans | DGT | 0.50% | Dow Jones Global Titans | | P S | C F |
| 跨国全市场 | SPDR MSCI ACWI ex-U.S. | CWI | 0.35% | MSCI ACWI ex U.S. | | P S | C F |
| 跨国全市场 | SPDR S&P World ex-U.S. ETF | GWL | 0.60% | S&P/Citigroup BMI World ex-U.S. | | P S | C F |
| 跨国全市场 | Vanguard FTSE All World ex-U.S. | VEU | 0.25% | FTSE All World ex-U.S. | | P S | C F |
| 跨国发达国家 | iShares MSCI EAFE | EFA | 0.35% | MSCI EAFE | | P S | C F |
| 跨国发达国家成长 | iShares MSCI EAFE Growth | EFG | 0.40% | MSCI EAFE Growth | | P S | C F |
| 跨国发达国家价值 | iShares MSCI EAFE Value | EFV | 0.40% | MSCI EAFE Value | | P S | C F |
| 全球发达国家大盘 | BLDRs Developed Markets 100 ADR | ADRD | 0.30% | BNY Developed Markets 100 ADR | | P A | C F |
| 全球小盘 | SDPR S&P International Small Cap | GWX | 0.60% | S&P/Citigroup World Ex U.S. Small | | P S | C F |
| 地区市场 | BLDRs Asia 50 ADR | ADRA | 0.30% | BNY Asia 50 ADR | | P A | C F |
| 地区市场 | BLDRs Europe 100 ADR | ADRU | 0.30% | BNY Europe 100 ADR | | P A | C F |
| 地区市场 | iShares MSCI EMU | EZU | 0.54% | MSCI EMU | | P S | C F |
| 地区市场 | iShares MSCI Pacific ex-Japan | EPP | 0.50% | MSCI Pacific Free ex-Japan | | P S | C F |
| 地区市场 | iShares MSCI United Kingdom | EWU | 0.54% | MSCI United Kingdom | | P S | C F |
| 地区市场 | iShares S&P Europe 350 | IEV | 0.60% | S&P Europe 350 | | P S | C F |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| 基准指数 ETF 基金——全球、跨国和地区基金 | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
| 地区市场 | iShares S&P Latin America 40 | ILF | 0. 50% | S&P Latin America 40 | | P S | C F |
| 地区市场 | DJ EURO STOXX 50 ETF | FEZ | 0. 33% | Dow Jones EURO STOXX 50 | | P A | C F |
| 地区市场 | Vanguard MSCI European | VGK | 0. 18% | MSCI Euopean | | P A | C F |
| 地区市场 | Vanguard MSCI Pacific | VPL | 0. 18% | MSCI Pacific | | P A | C F |
| 新兴市场 | BLDRS Emerging Markets 50 ADR | ADRE | 0. 30% | BNY Emerging Markets 50 ADR | | P A | C F |
| 新兴市场 | Claymore BNY BRIC ETF | EEB | 0. 60% | BNY BRIC Select ADR | | P A | C F |
| 新兴市场 | iShares MSCI Emerging Markets | EEM | 0. 75% | MSCI Emerging Markets | | P S | C F |
| 新兴市场 | SPDR S&P Emerging Markets | GMM | 0. 60% | S&P/Citi BMI Emerging Markets | | P S | C F |
| 新兴市场 | Vanguard Emerging Markets | VWO | 0. 30% | MSCI Emerging Markets | | P S | C F |
| 区域新兴市场 | SPDR S&P Emerging Latin America | GML | 0. 60% | S&P/Citi BMI Latin America | | P S | C F |
| 区域新兴市场 | SPDR S&P Emerging Middle East and Africa | GAF | 0. 60% | S&P/Citi BMI Middle East & Africa | | P S | C F |
| 区域新兴市场 | SPDR S&P Emerging Europe | GUR | 0. 60% | S&P/Citigroup BMI Europe | | P S | C F |
| 区域新兴市场 | SPDR S&P Emerging Asia Pacific | GMF | 0. 60% | S&P/Citigroup BMI Asia Pacific | | P S | C F |
| | 基准指数型 ETF 费率 | | | 中位数 0. 50% | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

**基准指数 ETF 基金——国别基金**

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 发达国家市场 | iShares MSCI Australia | EWA | 0. 59% | MSCI Australia | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI Austria | EWO | 0. 54% | MSCI Austria | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI Belgium | EWK | 0. 54% | MSCI Belgium | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI Canada | EWC | 0. 59% | MSCI Canada | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI France | EWQ | 0. 54% | MSCI France | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI Germany | EWG | 0. 54% | MSCI Germany | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI Hong Kong | EWH | 0. 59% | MSCI Hong Kong | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI Italy | EWI | 0. 54% | MSCI Italy | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI Japan | EWJ | 0. 59% | MSCI Japan | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI Netherlands | EWN | 0. 54% | MSCI Netherlands | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI Singapore | EWS | 0. 59% | MSCI Singapore | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI Spain | EWP | 0. 54% | MSCI Spain | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI Sweden | EWD | 0. 54% | MSCI Sweden | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares MSCI Switzerland | EWL | 0. 54% | MSCI Switzerland | | P S | C F |
| 发达国家市场 | iShares S&P TOPIX 150 | ITF | 0. 50% | S&P/Tokyo Stock Price Index 150 | | P S | C F |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| 基准指数 ETF 基金——国别基金 | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
| 发达国家市场 | DJ STOXX 50 | FEU | 0.33% | Dow Jones STOXX 50 | ▦ | P A | C F |
| 发达国家市场 | SPDR Russell/Nomura Prime Japan | JPP | 0.50% | Russell/Nomura PRIME | ▦ | P S | C F |
| 发达国家小盘 | SPDR Russell/Nomura Small Cap Japan | JSC | 0.55% | Russell/Nomura Japan Small Cap | ▦ | P S | C F |
| 新兴市场 | PowerShares Golden Dragon Halter USX China | PGJ | 0.60% | Halter USX China | ▦ | P S | C F |
| 新兴市场 | SPDR S&P China | GXC | 0.60% | S&P/Citigroup BMI China | ▦ | P S | C F |
| 新兴市场 | iShares FTSE/Xinhua China 25 Index | FXI | 0.74% | FTSE/Xinhua China 25 | ▦ | P S | C F |
| 新兴市场 | iShares MSCI Brazil | EWZ | 0.74% | MSCI Brazil | ▦ | P S | C F |
| 新兴市场 | iShares MSCI Malaysia | EWM | 0.59% | MSCI Malaysia | ▦ | P S | C F |
| 新兴市场 | iShares MSCI Mexico | EWW | 0.59% | MSCI Mexico | ▦ | P S | C F |
| 新兴市场 | iShares MSCI South Africa | EZA | 0.74% | MSCI South Africa | ▦ | P S | C F |
| 新兴市场 | iShares MSCI South Korea | EWY | 0.74% | MSCI South Korea | ▦ | P S | C F |
| 新兴市场 | iShares MSCI Taiwan | EWI | 0.74% | MSCI Taiwan | ▦ | P S | C F |
| 新兴市场 | Market Vectors—Russia ETF | RSX | 0.69% | DAXglobal Russia + Index | ▦ | P A | C F |
| | 基准指数型国别 ETF 费率 | | | 中位数 0.59% | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

策略指数 ETF 基金——全球、跨国、地区和国别基金

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 跨国全市场 | Claymore/Robeco Developed Int'l Equity | EEN | 0.65% | Robeco Dev. fnternational Equity | | Q M | C F |
| 跨国发达国家价值 | WisdomTree DEFA Fund | DWM | 0.48% | WisdomTree DEFA | | S F | F D |
| 跨国发达国家价值 | WisdomTree DEFA High Yield Equity Fund | DTH | 0.58% | WisdomTree DEFA High Yield Equity | | S F | F D |
| 跨国发达国家价值 | WisdomTree International Dividend Top 100 | DOO | 0.58% | WisdomTree Int'l Dividend Top 100 | | S F | F D |
| 跨国发达国家价值 | PowerShares International Dividend Achievers | PID | 0.50% | International Dividend Achievers | | S F | F D |
| 跨国发达国家大盘价值 | WisdomTree International Large Cap Dividend | DOL | 0.48% | WisdomTree Int'l Large Cap Dividend | | S F | F D |
| 跨国发达国家中盘价值 | WisdomTree International Mid Cap Dividend | DIM | 0.58% | WisdomTree Int'l Mid Cap Dividend | | S F | F D |
| 跨国发达国家小盘价值 | WisdomTree International Small Cap Dividend | DLS | 0.58% | WisdomTree Int'l Small Cap Dividend | | S F | F D |
| 地区价值 | WisdomTree Pacific ex-Japan High Yield Equity Fund | DNH | 0.58% | WisdomTree Pacific ex-Japan High Yield Equity | | S F | F D |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

**策略指数 ETF 基金——全球、跨国、地区和国别基金**

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 地区成长 | WisdomTree Pacific ex-Japan Total Dividend | DND | 0.48% | WisdomTree Pacific ex-Japan Total Dividend | ▦ | S F | F D |
| 地区成长 | WisdomTree Europe High Yield Equity Fund | DEW | 0.58% | WisdomTree Europe High Yield Equity | ▦ | S F | F D |
| 地区小盘价值 | WisdomTree Europe Small Cap Dividend | DFE | 0.58% | WisdomTree Europe Small Cap Dividend | ▦ | S F | F D |
| 地区价值 | WisdomTree Europe Total Dividend | DEB | 0.48% | WisdomTree Europe Total Dividend | ▦ | S F | F D |
| 国别小盘 | WisdomTree Japan High Yield Equity Fund | DNL | 0.58% | WisdomTree Japan High Yield Equity | ▦ | S F | F D |
| 国别小盘价值 | WisdomTree Japan Small Cap Dividend | DFJ | 0.58% | WisdomTree Japan Small Cap Dividend | ▦ | S F | F D |
| 国别价值 | WisdomTree Japan Total Dividend | DXJ | 0.48% | WisdomTree Japan Total Dividend | ▦ | S F | F D |
| 国别轮动 | Claymore/Zacks Country Rotation | CRO | 0.65% | Zacks Country Rotation | ▦ | S F | F F |
| | **策略指数型 ETF 费率** | | | **中位数 0.55%** | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录 A 是表 11.1 中用于每个指数的证券选择和权重方法的缩略语诠释。有鉴于公众通过 ETF 公司从每个基金的说明书中所获得的信息，证券选择和权重方法是最佳选择。

## 小 结

全球股市是一个动态的投资领域，这使投资者意识到要通过 ETF 获得国际股票的风险收益。全球市场不仅提供了证券的多样化，更提供了流通的多样化。

国际投资的深入研究是为了精明的投资者。附录 B 中的 ETF 首发清单，确保投资者知道每个 ETF 的跟随指数，使投资者不会在他的投资组合中有多余的国家风险。遵循自定义的某一类区域和国家指数 ETF 也是可选的，附录 B 帮助投资者寻找更多的将被推出的全球和国际的 ETF。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第十二章

# 部门和行业 ETF 基金

部门和行业 ETF 基金是一个快速成长的市场，其数量及行业覆盖的深度都在迅速增加。随着世界变得更平，更多的全球部门和行业 ETF 基金出现在投资者的投资组合中。

部门和行业 ETF 基金有多种用途。第一个基本的用途是，填补其他投资产品不能满足的行业投资组合需求；第二个用途是，增大在某个行业部门的资产配置比重，以期获得超越市场基准指数的收益；第三个用途是，对冲因为股票组合过于集中而在某个行业产生的风险，即通过卖空某只行业 ETF 基金以减少投资组合在该行业的风险暴露。

无论投资者将部门和行业 ETF 基金用于何种目的，都有大量的 ETF 产品可供选择。所有的 ETF 产品中有超过 1/4 是部门和行业 ETF 基金，并且其管理的资产超过全部 ETF 资产的 10%。

房地产行业 ETF 是最热的部门和行业 ETF 之一。有将近 100 亿美元投资于美国房地产投资信托（REIT）ETF。美国道富金融集团（State Street Global Advisors，SSGA）于 2006 年发行了第一只国际房地产市场基金。标准普尔存贷凭证（SPDR）道琼斯 Wilshire 全球房地产 ETF（代码：RWX）在短短 12 个月内就吸引了超过 10 亿美元的资产。本章后面有一部分内容专

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



门介绍房地产 ETF。

## 行业 ETF 的发展

发行最早也是目前仍然表现出众的一只部门和行业 ETF，是 1998 年发行的“行业部门 SPDR”，该行业 ETF 系列将标准普尔 500 指数划分为 9 个部门。每只行业部门 SPDR 都跟踪一只相应的行业部门指数。道富银行和信托公司是该信托的监管者，SSGA 基金管理公司为该信托的顾问。行业部门指数由美国股票交易所每日更新。

很多公司追随了道富在部门和行业 ETF 领域的成功道路，并且几家公司还发行了全球部门和行业 ETF 以跟踪全球市场。一些 ETF 公司发布了基于产品的交易型指数，试图找到机会超越部门和行业指数。PowerShares 公司是交易型行业指数 ETF 的最大发行者，并且还发行了使用数量型权重和基本面权重的系列 ETF。另一些公司也不甘落后，智慧树公司发行了基于分红进行权重的行业指数，Rydex 和道富发行了等权重的行业 ETF，第一信托公司发行了数量型权重的 AlphaDEX 系列指数，同 PowerShares 展开针锋相对的竞争。

## 部门和行业划分

股票市场由数以千计的公司股票组成。如果没有适当的方法对股票进行分类，那么股票市场看起来就是一个由名称和代码组成的泥沼。对公司进行分类主要基于逻辑方法。将市场中的行业进行分类，可以让投资者分析市场经济趋势，并且在预期资本在行业部门间向热点行业流动时及时对热点行业下注。

在激烈的竞争中，指数提供商使用不同的行业分类方法，以突出其产品特色。但是这些分类方法并没有实质性的区别。所有的指数提供商都提供 10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个左右的股票行业分组，并且每个分组下的成分都十分稳定。

新技术催生了许多新的公司，并且这些新公司中的一部分融资需要在股票市场进行。股票市场上的这些新公司，催生了新的行业部门或子行业。同时，一些旧的行业正在逐渐萎缩。因此，行业部门的划分体系正在不断地演化。

## 全球行业分类标准

2000 年，摩根士丹利国际投资（MSCI）联合标准普尔推出了全球行业分类标准（GICS）。目前，全球有 34 000 多只公开交易的股票是按 GICS 方法进行分类的。这种分类系统依据 10 个部门、24 个行业组、67 个子行业对股票进行分类，并建立部门和行业指数。MSCI 针对全球各个经济区域、各个国家和各个层次的行业分类，已建立了数千只全球行业指数。因此，并不缺乏可以用于建立 ETF 的指数。

以下是 GICS 分类系统中的 10 个部门与相应的行业、子行业：

1. 原材料行业：金属、采矿、纸业与林业产品、化学制品。
2. 非必需消费品：汽车、汽车零配件、零售业、休闲设备与用品、媒体、房地产。
3. 必需消费品：食品与主要用品零售、烟草、家居用品。
4. 能源：能源设备与服务，石油与天然气勘探、开采与存储。
5. 金融：银行业、金融服务、房地产投资信托、保险业。
6. 医疗保健：医疗保健技术、医疗保健设备与用品、制药、生物科技。
7. 工业：资本货物、建筑产品、航空航天与国防、运输。
8. 信息技术：硬件、软件、通信设备、信息技术服务。
9. 电信服务：固定线路电信业务、无线电信业务、综合电信业务。
10. 公共事业：电力、天然气、水、复合型公用事业。

行业 SPDR 系列 ETF 将标准普尔 500 指数根据 GICS 进行了划分。共有 9 只 SPDR 代表了 10 个 GICS 行业部门。信息技术和电信服务两个部门共同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由技术 SPDR 代表。

Vanguard 行业部门 ETF 同样使用了 GICS 标准，MCSI 美国可投资市场 2500 指数根据该标准划分为不同的部门。由于比标准普尔 500 多包含了 2 000 多只股票，Vanguard 行业部门系列 ETF 涵盖了更多的中盘和小盘股。

Vanguard 和 SPDR 两个系列行业 ETF 的另一个区别是，Vanguard ETF 是依据 1940 年《投资公司法》建立的。这使得 Vanguard ETF 在基金的管理过程中可以对所跟踪指数的成份股进行抽样，而不必如 SPDR 基金那样必须完全复制所跟踪指数的成份股。然而，这也会造成更大的指数跟踪误差。

安硕全球行业部门系列 ETF 使用 GICS 标准对标准普尔 Global 1200 指数成分进行了细分，涵盖了全球股票市场 70% 的市值。该系列指数是同摩根士丹利合作建立的流通市值加权型指数。标准普尔 Global 1200 指数涵盖了全球股票市场 70% 的市值，并且其成分是由 6 只指数的成分加总得到，这 6 只指数是：标准普尔美国 500、标准普尔欧洲 350、标准普尔/TOPIX 150（日本）、标准普尔/ TSX 60（加拿大）、标准普尔亚太 100，以及标准普尔拉美 40。

## 行业分类基准

道琼斯指数和富时指数（FTSE）推出了另一个名为“行业分类基准”（ICB）的行业分类系统，同 GICS 分类系统展开竞争。该系统由 ICB 股票数据库支撑。这个数据库包含了全球超过 40 000 家公司的 45 000 多种证券，来自 FTSE 和道琼斯指数成分的汇总。ICB 涵盖了全球广阔的股票种类，并且根据公司的收入来源对股票进行分类。

ICB 的分类结构包含了 10 个行业、18 个大部门、39 个部门以及 104 个子部门。虽然 ICB 中的很多分类名称与 GICS 中的一样，但是却有不同的次序。ICB 中的行业在 GICS 中被称为部门，而 ICB 中的大部门在 GICS 中被称为行业组。另一个区别是子部门的划分。例如，航空运输在 ICB 下被划入客户服务子部门，而在 GICS 下被划入运输行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴克莱全球投资（BGI）基于 ICB 系统发行了 22 只安硕行业部门 ETF，其中 10 只基金是跟踪 ICB 的 10 个行业，其余基金跟踪了大部门、部门和子部门。

## 晨星行业部门方法

晨星公司提出了第三种行业分类方法，即根据公司的主营业务对股票进行划分。每家公司都根据其主营业务被划入 129 个晨星行业中的某个行业。这 129 行业又被分为 12 个部门。12 个部门又被归入三大部门：信息经济、服务经济和制造经济。

这三大部门的划分是为了体现经济的演化过程：目前经济发展已经从传统的制造业向服务业转移，并引发信息产业的成长。指数成分是根据流通市值进行加权，这里的流通市值是指发行在外，排除了交易受限的大股东股份，余下的可以进行投资的自由流通股份。

Claymore 公司已经向证券交易委员会申请发行基于晨星信息经济、服务经济和制造经济 3 种指数的 ETF。在本书写作时，这些基金正在审批过程中，还没有公布基金代码与管理费率等信息。访问附录 B 中提到的数据库，可以获知这些基金的最新状态。

## 美林 HOLDRS

2000 年年初，美林银行发行了一系列被称为 HOLDRS 的单位投资信托。每只 HOLDRS 起始时包含 20 只基于 GICS 且使用 MSCI 行业指数选出的大市值股票，并且成份股在信托结束前可能根据情况进行少量修订。HOLDRS 的成份股并不像指数成分那样更新。最初 HOLDRS 成份股都是平均加权，后来引入了市值加权。HOLDRS 并没有定期调仓。投资者应该注意以下几个 HOLDRS 的独特属性：

- 个人投资者可以提交 100 单位的 HOLDRS 并换回相应的成份股，然后可以选择性地卖出这些股份。这使得投资者可以卖出基金的部分成份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股，而不是整只基金。

- HOLDRS 投资者享有基金成份股所对应的投票权。这意味着投资者投资于一种 HOLDRS 将每年收到 20 种公司年报以及表决权代理。
- HOLDRS 没有管理费，只是每年按每 100 单位信托 2 美元的标准，从成份股的分红中提取少量的监管费支付给纽约银行。

## 交易型行业指数

相对于传统的市值加权行业指数，交易型行业指数 ETF 使用了平均权重甚至数量型权重方法。也有类似 HOLDRS 这样的 ETF，仅在起始时进行一次选股，使用平均权重，并简单地持有第一次选出的成份股。

Rydex 发行了一系列跟踪标准普尔平均权重行业指数的 ETF，其成分覆盖了标准普尔 500 股票。这些指数的成分与行业 SPDR ETF 相同。不同的是 SPDR ETF 成份股是以市值加权，而 Rydex 行业 ETF 的成份股是采用平均加权。市值加权的 SPDR ETF 收取每年 0.24% 的管理费，而平均加权的 Rydex ETF 收取约两倍的管理费，达到每年 0.5%。

标准普尔发行了另外一组针对利基行业的平均权重型行业指数，提供给道富发行 ETF。这些指数捕捉了标准普尔行业组指数没有细化的利基行业，包括生物科技、住宅建设、半导体等。这些利基行业 SPDR ETF 的管理费是每年 0.35%。

2007 年，智慧树发行了国际行业 ETF，开始了交易型行业指数的国际化。智慧树基于股票分红过滤选股，并基于分红的比率对成份股加权。这使得智慧树国际行业指数有很强的价值偏好。

PowerShares 发行了近 40 只行业 ETF。这些 ETF 中的一个系列使用了数量化方法，另几个系列使用了基本面加权方法。

PowerShares 动态行业部门投资组合系列基于 AMEX Dynamic Intellidex 系列指数。AMEX 使用多种指标对公司投资价值进行评价，包括：基本面、股票估值、投资和风险因素，所选出的股票被认为有很高的升值潜力。指数成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分采用了改进型平均加权方法。高市值的股票相对于低市值的股票有一个相对更高的固定权重。

第一信托 AlphaDEX ETF 是目标为击败市场基准收益的数量型 ETF 基金的新兵之一。该基金使用的 AMEX StrataQuant 模型将罗素 1000 指数成份股，根据多个成长和价值因素进行股票的评价和排序。排名最后的 25% 被剔除，前 75% 则被纳入 StrataQuant 行业指数。指数成分按四分位，使用改进型平均加权方法。排名前 1/4 的股票比排名前 1/2 ~ 1/4 的股票有更高权重。类似地，排名前 1/2 ~ 1/4 的股票比排名前 3/4 ~ 1/2 的股票有更高权重。目前市场上共有 9 只 First Trust AlphaDEX 行业 ETF。

一些利基行业 ETF 如此专精，以至于只有数量极少的成份股。在这种情况下，基金公司将限制每只股票在投资组合中可占的最大比重，使得单只股票不会对投资组合起决定性的影响。对单只股票的最大比重限制通常为总值的 5% ~10%。

## 房地产投资信托（REIT）ETF

25 年前，投资房地产业的唯一途径是购买完全或部分产权。今天，你可以通过购买跟踪房地产投资信托指数的 ETF，构建商业房地产投资组合。REIT 基金代表了对一组房地产的间接所有权。你实际上拥有了房地产专业购买与管理公司的一小部分所有权。该公司选择并建造房产、寻找房产承租人、收取房租并将收益分给股份持有人。

REIT 有独特的税负优势。只要房地产管理公司将 90% 的收益发放给股份持有人，并且公司收入的 75% 来自房租、抵押贷款和房产销售，那么分发给股份持有人的分红就不用算作税基。这里还有一个提醒。由于投资者收入不是由公司付税，大多数由 REIT ETF 支付的分红都被算作投资者的一般性收入并进行课税，这意味着 REIT ETF 基金的分红比纯股票型 ETF 的分红需支付更高的税率。

REIT 为投资组合的分散化提供了便利。投资组合中加入 REIT，从长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期看可以降低风险并提高收益，这是因为REIT、股票和债券收益的低相关性。

先锋REIT ETF（代码：VNQ）以摩根士丹利美国REIT指数为基准。该指数的目标是能代表广阔的REIT市场。该指数代表了85%的美国REIT，其成分从MSCI美国可投资市场指数成分中选出，剔除了利润主要来源于非房地产的特殊REIT。MSCI美国REIT指数包含了约100家公司，剔除了主营住房抵押或综合经营房产与住房抵押的REIT。

安硕道琼斯美国房地产基金以道琼斯美国房地产指数为基准。该指数代表了广泛的美国房地产股票市场，包含约93家公司，覆盖了道琼斯美国全市场指数中房地产行业成份股。虽然美国房地产指数大部分由REIT组成，但也包含了房地产运营公司（REOC），后者的公司收入税率同一般公司相同。因此，REOC公司不必将90%的收入分发给股份持有人，而可以将收入投资于更多的项目。道琼斯Wilshire REIT ETF（代码：RWR）以道琼斯Wilshire REIT指数为基准。该指数的目标是代表公开交易的REIT，目前包含了85家公司。道琼斯Wilshire REIT指数不持有养老REIT或REOC。

SPDR道琼斯Wilshire国际房地产基金（代码：RWX）不仅是国际REIT基金，其跟踪了所有代表商业与居住地产拥有和运营的房地产证券，包括REOC。该基金对应的指数使用了自由流通市值加权方法，衡量了除美国外全球市场公开交易房地产证券的业绩。RWX很受投资者追捧，在发行后的6个月便募集了10亿美元的资产。

### 特定的REIT指数

BGI在2006年发行了3只安硕REIT ETF，使投资者可以将美国权益REIT市场细分为不同的子市场。投资者现在可以针对REIT市场的不同子市场进行投资，试图获取更高收益或减少风险。这些指数的成分来自市值加权的全市场指数、FTSE国际房地产投资信托协会（NAREIT）综合指数。这些子市场是住宅（公寓）、商业与办公地产、零售业地产（包括购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



物中心）。

第一只跟踪交易型 REIT 指数的是 Cohen & Steers Realty Majors 指数。跟踪该指数的基金是安硕 Cohen & Steers Realty Majors 基金（代码：ICF）。该指数的成分由一个 Cohen & Steers 投资委员根据证券的管理、投资组合的质量、房地产部门、地理位置分散化等因素进行选取。目前该指数包含了 30 只 REIT，使用受限的自由流通市值加权法。单只证券的权重不能超过 8%。

智慧树国际房地产部门基金（代码：DRW）根据公司的现金分红进行房地产股票的选择与加权。澳大利亚、中国香港和日本被赋予了高权重。1/3 的 ETF 成分是针对欧洲国家的。

## 行业 ETF 的部分列表

表 12.1 是时下行业基准或交易型指数 ETF 的部分列表，是从广泛的行业 ETF 中抽取的具有代表性的样本。由于空间有限并且每年都有新的行业 ETF 在发行，这并不是一个全部的列表。如果希望获取完整的行业 ETF 列表，包括指数构造方法图数据，可以访问 www. theetfbook. com 或 www. etfguide. com，还可以通过访问 www. indexuniverse. com、www. 晨星 . com 和附录 B 中提供的资源，获取更多关于行业 ETF 的信息。

表 12.1 分为三个部分：第一部分包含了基准指数类型 ETF，第二部分是交易指数类型 ETF，第三部分是 REIT ETF。

附录 A 是表 12.1 中用于每个指数的证券选择和权重方法的缩略语诠释。鉴于公众通过 ETF 公司从每个基金的说明书中所获得的信息，证券选择和权重方法是最佳选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 12.1　行业 ETF 列表

市场基准指数 ETF——部门与行业

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 非必需消费品 | Consumer Discretionary Select Sector SPDR | XLY | 0. 24% | S&P 500 Industry Sector | | P A | C F |
| 必需消费品 | Consumer Staples Select Secfor SPDR | XLP | 0. 24% | S&P 500 Industry Sector | | P A | C F |
| 能源业 | Energy Select Sector SPDR | XLE | 0. 24% | S&P 500 Industry Sector | | P A | C F |
| 金融业 | Financial Select Sector SPDR | XLF | 0. 24% | S&P 500 Industry Sector | | P A | C F |
| 医疗保健 | Health Care Select Sector SPDR | XLV | 0. 24% | S&P 500 Industry Sector | | P A | C F |
| 工业 | Industrial Select Sector SPDR | XLI | 0. 24% | S&P 500 Industry Sector | | P A | C F |
| 原材料业 | Materials Select Sector SPDR | XLB | 0. 24% | S&P 500 Industry Sector | | P A | C F |
| 科技 | Technology Select Sector SPDR | XLK | 0124% | S&P 500 Industry Sector | | P A | C F |
| 公共事业 | Utilities Select Sector SPDR | XLU | 0. 24% | S&P 500 Industry Sector | | P A | C F |
| 非必需消费品 | Vanguard Consumer DiScretionarV ETF | VCR | 0125% | MSCI U. S. Investable Market | | P A | C F |
| 必需消费品 | Vanguard Consumer Staples ETF | VDC | 0. 25% | MSCI U. S. Investable Market | | P A | C F |
| 能源业 | Vanguard Energy ETF | VDE | 0. 25% | MSCI U. S. Investable Market | | P A | C F |
| 金融业 | Vanguard Financials ETF | VFH | 0. 25% | MSCI U. S. Investable Market | | P A | C F |
| 医疗保健 | Vanguard Health Care ETF | VHT | 0. 25% | MSCI U. S. Investable Market | | PA | C F |
| 工业 | Vanguard Industrials ETF | VIS | 0. 25% | MSCI U. S. Investable Market | | P A | C F |
| 信息技术 | Vanguard Information Technology ETF | VGT | 0. 25% | MSCI U. S. Investabte Market | | P A | C F |
| 原材料业 | VanguardMaterials ETF | VAW | 0. 25% | MSCI U. S. Investable Market | | PA | C F |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

市场基准指数 ETF——部门与行业

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 电信业 | Vanguard Telecommunications ETF | VOX | 0.25% | MSCl U.S. Investable Market | | P A | C F |
| 公共事业 | Vanguard Utilities ETF | VPU | 0.25% | MSCl U.S. Investable Market | | P A | C F |
| 航空/国防 | iShares Dow Jones U.S. Aerospace&Defense | ITA | 0.48% | Dow Jones U.S. Select | | P S | C F |
| 基础原料 | iShares Dow Jones U.S. Basic Materials | IYM | 0.48% | Dow Jones U.S. Select | | P S | C F |
| 消费品 | iShares Dow Jones U.S. Consumer Goods | IYK | 0.48% | Dow Jones U.S. Select | | P S | C F |
| 消费者服务 | iShares Dow Jones U.S. Consumer Services | IYC | 0.48% | Dow Jones U.S. Select | | P S | C F |
| 能源业 | iShares Dow Jones U.S. Energy | IYE | 0.48% | Dow Jones U.S. Select | | P S | C F |
| 金融业 | iShares Dow Jones U.S. Financial | IYF | 0.48% | Dow Jones U.S. Select | | P S | C F |
| 医疗保健 | iSharesDow JonesU.S. Health Care | IYH | 0.48% | Dow Jones U.S. Select | | P S | C F |
| 工业 | iShares Dow Jones U. S. Industrials | IYJ | 0.48% | Dow Jones U.S. Select | | P S | C F |
| 科技 | iShares Dow Jones U.S. Technology | IYW | 0.48% | Dow Jones U.S. Select | | P S | C F |
| 电信业 | iSharesDow Jones U.S. Telecommunications | IYZ | 0.48% | Dow Jones U.S. Select | | P S | C F |
| 运输业 | iSharesDow Jones U.S. TranSDOrtatlon | IYT | 0.48% | Dow Jones U.S. Select | | P S | C F |
| 公共事业 | iShares Dow Jones U.S. Utilities | IDU | 0.48% | Dow Jones U.S. Select | | P S | C F |
| 全球必需消费品 | iShares S&P Global Consumer Discretionarv | RXI | 0.48% | S&P Global Industry Sector | | P S | C F |
| 全球消费服务 | jShares S&P Global Consumer Staples | KXl | 0.48% | S&P Global Industry Sector | | P S | C F |
| 全球能源业 | iShares S&P Global Energy | IXC | 0.48% | S&P Global Industry Sector | | P S | C F |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

**市场基准指数 ETF——部门与行业**

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 全球金融业 | iShares S&P Global Financials | IXG | 0.48% | S&P Global Industry Sector | | P S | C F |
| 全球医疗保健 | iShares S&P Global Health Care | IXJ | 0.48% | S&P Global Industry Sector | | P S | C F |
| 全球工业 | iShares S&P Global Industrials | EXI | 0.48% | S&P Global Industry Sector | | P S | C F |
| 全球原材料业 | iShares S&P Global Materials | MXI | 0.48% | S&P Global Industry Sector | | P S | C F |
| 全球科技 | iShares S&P Global Technology | IXN | 0.48% | S&P Global Industry Sector | | P S | C F |
| 全球电信业 | iShares S&P Global Telecommunications | IXP | 0.48% | S&P Global Industry Sector | | P S | C F |
| 全球公共事业 | iShares S&P Global Utilities | JXI | 0.48% | S&P Global Industry Sector | | P S | C F |
| 商业对商业 | B2B HOLDRS | BHH | 0.00% | None—Large Stocks in 2000 | | P B | CA |
| 互联网 | Internet HOLDRS | HHH | 0.00% | None—Large Stocks in 2000 | | P B | C A |
| 制药业 | Pharmaceutical HOLDRS | PPH | 0.00% | None—Large Stocks in 2000 | | P B | C A |
| 地区银行 | Regional Bank HOLDRS | RKH | 0.00% | None—Large Stocks in 2000 | | P B | C A |
| 零售业 | Retail HOLDRS | RTH | 0.00% | None—Large Stocks in 2000 | | P B | CA |
| 半导体业 | Semiconductor HOLDRS | SMH | 0.00% | None—Large Stocks in 2000 | | P B | C A |
| 电信业 | Telecom HOLDRS | TTH | 0.00% | None—Large Stocks in 2000 | | P B | CA |
| 公共事业 | Utilities HOLDRS | UTH | 0.00% | None—Large Stocks in 2000 | | P B | C A |
| 无线 | Wireless HOLDRS | WMH | 0.00% | None—Large Stocks in 2000 | | P B | C A |
| | **基准指数 ETF 平均费率** | | | 0.37% | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

策略指数 ETF——部门与行业

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 非必需消费品 | Rydex S&P EqualWeight Consumer Discretionary | RCD | 0.50% | Equal Weight S&P 500 | | P A | X E |
| 必需消费品 | Rydex S&P Equal Weight Consumer Staples | RHS | 0.50% | Equal Weight S&P 500 | | P A | X E |
| 能源业 | Rydex S&P Equal Weight Energy | RYE | 0.50% | Equal Weight S&P 500 | | P A | X E |
| 金融业 | Rydex S&P Equal Weight Financial Services | RYF | 0.50% | Equal Weight S&P 500 | | P A | X E |
| 医疗保健 | Rydex S&P Equal Weight Health Care | RYH | 0.50% | Equal Weight S&P 500 | | P A | X E |
| 工业 | Rydex S&P Equal Weight Industrials | RGI | 0.50% | Equal Weight S&P 500 | | P A | X E |
| 原材料业 | Rydex S&P Equal Weight Materials | RTM | 0.50% | Equal Weight S&P 500 | | P A | X E |
| 科技 | Rydex S&P Equal Weight Technology | RYT | 0.50% | Equal Weight S&P 500 | | P A | X E |
| 公共事业 | Rydex S&P Equal Weight Utilities | RYU | 0.50% | Equal Weight S&P 500 | | P A | X E |
| 住房建设 | SPDR S&P Home Builders | XHB | 0.35% | Equal Weight S&P Total Market | | P A | X E |
| 石油与天然气勘探开采 | SPDR S&P Oiland Gas Exploration and Production | XOP | 0.35% | Equal Weight S&P Total Market | | P A | X E |
| 生物科技 | SPDR S&P Biotech | XBI | 0.35% | Equal Weight S&P Total Market | | P A | X E |
| 制药业 | SPDR S&P Pharmaceuticals | XPH | 0.35% | Equal Weight S&P Total Market | | P A | X E |
| 金属采掘 | SPDR S&P Metalsand Mining | XME | 0.35% | Equal Weight S&P Total Market | | PA | X E |
| 半导体业 | SPDR S&P Semiconductor | XSD | 0.35% | Equal Weight S&P Total Market | | P A | X E |
| 基础原料 | PowerShares FTSE RAFI Basic Materials | PRFM | 0.60% | FTSE RAFI Industry Sector | | P A | F F |
| 消费品 | PowerShares FTSE RAFI Consumer Goods | PRFG | 0.60% | FTSE RAFI Industry Sector | | P A | F F |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 策略指数 ETF——部门与行业 | | | | | | | |
| 消费者服务 | PowerShares FTSE RAFI Consumer Services | PRFS | 0.60% | FTSE RAFI Industry Sector | | P A | F F |
| 能源业 | PowerShares FTSE RAFI Energy | PRFE | 0.60% | FTSE RAFI Industry Sector | | P A | F F |
| 金融业 | PowerShares FTSE RAFI Financials | PRFF | 0.60% | FTSE RAFI Industry Sector | | P A | F F |
| 医疗保健 | PowerShares FTSE RAFI Health Care | PRFH | 0.60% | FTSE RAFI Industry Sector | | P A | F F |
| 工业 | PowerShares FTSE RAFI Industrials | PRFN | 0.60% | FTSE RAFI Industry Sector | | P A | F F |
| 电信与科技 | PowerShares FTSE RAFI Telecom&Tech | PRFQ | 0.60% | FTSE RAFI Industry Sector | | P A | F F |
| 公共事业 | PowerShares FISE RAFI Utilities | PRFU | 0.60% | FTSE RAFI Industry Sector | | P A | F F |
| 基础原料 | PowerShares Dynamic Basic Materials | PYZ | 0.60% | AMEX Intellidex Index | | Q M | X M |
| 消费品 | PowerShares Dynamic Consumer Discretionary | PEZ | 0.60% | AMEX Intellidex Index | | Q M | X M |
| 消费者服务 | PowerShares Dynamic Consumer Staples | PSL | 0.60% | AMEX Intellidex Index | | Q M | X M |
| 能源业 | PowerShares Dynamic Energy | PXI | 0.60% | AMEX Intellidex Index | | Q M | X M |
| 金融业 | PowerShares Dynamic Financials | PFI | 0.60% | AMEX Intellidex Index | | Q M | X M |
| 医疗保健 | PowerSharesDynamic Health Care | PTH | 0.60% | AMEX Intellidex Index | | Q M | X M |
| 工业 | PowerShares Dynamic Industrials | PRN | 0.60% | AMEX Intellidex Index | | Q M | X M |
| 科技 | PowerShares Dynamic Technology | PTF | 0.60% | AMEX Intellidex Index | | Q M | X M |
| 电信业 | PowerShares Dynamic Telecom&Wireless | PTE | 0.60% | AMEX Intellidex Index | | Q M | X M |
| 公共事业 | PowerShares Dynamic Utilities | PUI | 0.60% | AMEX Intellidex Index | | Q M | X M |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

策略指数 ETF——部门与行业

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 基础原料 | WisdomTree International Basic Materials | DBN | 0.58% | WisdomTree DEFA Index | | S F | F D |
| 通讯 | WisdomTree International Communications | DGG | 0.58% | WisdomTree DEFA Index | | S F | F D |
| 周期性消费 | WisdomTree International Consumer Cyclical | DPC | 0.58% | WisdomTree DEFA Index | | S F | F D |
| 非周期性消费 | WisdomTree International Consumer Noncyclical | DPN | 0.58% | WisdomTree DEFA Index | | S F | F D |
| 能源业 | WisdomTree International Energy | DKA | 0.58% | WisdomTree DEFA Index | | S F | F D |
| 金融业 | WisdomTree International Financials | DRF | 0.58% | WisdomTree DEFA Index | | S F | F D |
| 医疗保健 | WisdomTree International Health Care | DBR | 0.58% | WisdomTree DEFA Index | | S F | F D |
| 工业 | WisdomTree International Industrials | DDI | 0.58% | WisdomTree DEFA Index | | S F | F D |
| 科技 | WisdomTree International Technology | DBT | 0.58% | WisdomTree DEFA Index | | S F | F D |
| 公共事业 | WisdomTree International Utilities | DBU | 0.58% | WisdomTree DEFA Index | | S F | F D |
| 必需消费品 | First Trust Consumer Staples AlphaDEX | FXG | 0.70% | AMEX StrataQuant | | Q M | X M |
| 科技 | First Trust Technology AlphaDEX | FXL | 0.70% | AMEX StrataQuant | | Q M | X M |
| 金融业 | FirstTrust Financials AlphaDEX | FXO | 0.70% | AMEX StrataQuant | | Q M | X M |
| 公共事业 | First Trust Utilities AlphaDEX | FXU | 0.70% | AMEX StrataQuant | | Q M | X M |
| 原材料业 | First Trust Materials AlphaDEX | FXZ | 0.70% | AMEX StrataQuant | | Q M | X M |
| 能源业 | First Trust Energy AlphaDEX | FXN | 0.70% | AMEX StrataQuant | | Q M | X M |
| 医疗保健 | FirstTrustHealthCare AlphaDEX | FXH | 0.70% | AMEX StrataQuant | | Q M | X M |
| | 基准指数 ETF 平均费率 | | | 0.56% | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

REIT ETF

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 美国 REIT | Vanguard REIT ETF | VNQ | 0. 12% | MSCI U. S. REIT | | PA | C F |
| 美国 REIT | Dow Jones Wilshire REIT ETF | RWR | 0125% | Dow Jones Wilshire REIT | | P A | C F |
| 美国 REIT | iShares Dow Jones U. S. Real Estate | IYR | 0. 48% | Dow Jones U. S. Real Estate | | P S | C F |
| 美国 REIT | First TrustS&PREIT | FRI | 0. 50% | S&P REIT Composite Index | | PA | C F |
| 跨国 REIT | SPDRDJ Wilshire International Real Estate | RWX | 0. 59% | DJ Wilshire Ex – U. S. Real Estate Sector | | P S | C F |
| 美国分类 REIT | iShares FTSE NAREIT Residential | REZ | 0. 48% | FTSE NAREIT Residential | | P S | C F |
| 美国分类 REIT | iShares FTSE NAREIT Industrial/ Office | FIO | 0. 48% | FTSE NAREIT Industrial/ Office | | P S | C F |
| 美国分类 REIT | iShares FTSE NAREIT Retail | RTL | 0. 48% | FTSE NAREIT Retail | | P S | C F |
| 美国 REIT | iShares Cohen&Steers Realty Majors | ICF | 0. 35% | Cohen & Steers Realty Majors | | S M | C C |
| 跨国 REIT | WisdomTree International Real Estate Sector Fund | DRW | 0. 58% | WisdomTree International Real Estate | | S F | F D |
| | REIT ETF 平均费率 | | | 0. 43% | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 小　结

投资者在投资部门与行业 ETF 时有大量的选择。这些 ETF 涵盖了多种多样的指数策略，包括基准指数与交易指数，并且覆盖了美国与全球市场。

部门和行业 ETF 有多种用途，既可以用于填补投资组合中对于某行业的空缺，增大投资组合中热门行业的比重，也可以通过卖空操作来减少投资组合中某个行业的比重。REIT ETF 对于投资组合的分散化极为有用，因为它的结构与成分显著地区别于普通股票与债券。

指数提供商以不同的方式划分市场。两个主要的行业划分方法是全球行业划分标准（Global Industry Classification Standard，GICS）和行业分类基准（Industry Classification Benchmark，ICB）。这两个方法相似之处多于不同。如果你准备投资部门和行业 ETF，那么最好选择使用同一行业分类标准的 ETF。因为在同一行业分类标准下，可以避免不同行业 ETF 成份股的重叠。

有大量的公司提供交易型行业 ETF。一些基金简单地对标准普尔 500 部门与行业指数进行平均加权，另外一些则使用复杂的数量化方法选股，并希望击败被动型的市场基准指数。交易型指数 ETF 是否能击败被动型的基准指数 ETF，有待时间来证明，特别是交易型指数基金还有更高的管理费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第十三章

# 特色 ETF 基金

在 ETF 基金领域，还有一类特殊品种。这类 ETF 基金本质上是一些独特和富有想象力的投资策略，而且经常被用一些富有张力的语言来描述。比如，有些基金公司会说“我们是环境友好基金”，有些会说“让我们来确保您退休后有尊严地生活”，另一些则干脆说“我们已经发现了击败市场的新方法”。

不论这些基金如何描述自己，它们都跟基准指数基金不同。每只特定 ETF 基金都会跟踪一只策略指数，而这意味着更高的收费。特定 ETF 基金的费率是普通基准指数基金费率的 3 倍。虽然比其他的 ETF 基金费用高出很多，但如果跟普通的主动投资的开放式基金相比，这些 ETF 基金的管理费用常常只有后者的一半。

本章我们来讨论几类特定 ETF 基金。挂一漏万，感兴趣的读者还可以去访问 www. theetfbook. com 网站，上面有更详细的列表。这里讨论的包括主题基金、时间目标基金、主动型指数基金、杠杆贝塔基金和空头基金。

主题基金跟踪某些特定的投资主题，比如环境友好和公司治理结构；行业轮动基金试图通过把握经济周期中不同行业的表现来超越基准；股票分析师的选股清单构成分析师投资主题；杠杆贝塔基金利用杠杆手段使得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基金的收益双倍于市场的价格波动，而负杠杆基金则使得基金的收益和市场负相关。

有些特定 ETF 基金虽没有主动型基金的头衔，但实际上它们完全类似于主动型指数基金（见第五章）。事实上，一些主动型指数提供商的选股过程，完全是基于分析师判断的。不过，从技术上来讲，这些 ETF 基金还是指数基金，因为它们是跟踪分析师指数的。

## 主题投资

主题投资跟踪社会、经济、公司、人口变迁等热点主题，当所有人都相信某一主题并且投资于该主题时，基于主题的投资就会获益。随着新的资金流入，该主题涉及的股票价格就会提高，从而跑赢市场。

拥护者认为，主题投资是一种反向投资；而反对者则认为，所谓主题投资无非是一种吸引游资的市场伎俩，根本不是一种有效的投资策略，这些基金利用投资者追逐热点的心理而追涨杀跌，当所谓的主题不能兑现时投资者就会遭受损失。

我们都还记得 20 世纪 90 年代后期的互联网泡沫吧。当时新技术层出不穷，一些激进风格的基金吸引了数十亿的资金。最后，泡沫不可避免地破裂了，无数个人投资者遭受巨大损失。与此同时，很多基金管理公司迅速关停了高科技股基金，开始寻求下一个市场趋势。

拥护者认为，主题投资是一种有效的投资策略，他们相信市场还未正确理解该主题的价值，股票价格被低估了。随着越来越多的投资者认识到该主题的潜力，资金不断流入，这些股票的回报就会超过市场平均水平。

在我看来，主题投资里鱼龙混杂。ETF 行业里的确有些只顾追逐短期业绩的基金，仅仅是为了吸引快钱而没有什么原则，不过也还是有不少投资主题是真正具备长期投资价值的。

接下来，我们要介绍几个基于主题投资的 ETF 基金，包括环境友好和清洁能源投资、社会责任基金、基于公司重大事件的投资基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 环境友好和清洁能源基金

投资者现在非常热衷投向投资环境保护和清洁能源相关领域的公司，有很多基金公司提供了这样的投资产品。目前市场上也出现了一些关注清洁水、清洁能源、清洁空气和环境友好的指数基金。这些清洁能源指数差异很大，因而投资者需要从自身的标准出发选择适合自己的指数。

清洁投资领域的领先者是 Powershares 公司。Powershares WilderHill 清洁能源 ETF 基金（代码：PBW）管理着约 10 亿美元资金。WilderHill 指数首先是定义和跟踪清洁能源领域的行业部门，它们挑选出经济转向清洁能源和使用效率更高的能源储存技术时能收益的公司和行业。清洁能源指数，利用成份股的经营业务中涉及清洁能源的比重和其他定量化的指标，来决定权重。指数中成份股权重优先会考虑来自清洁能源的收入比例、新技术影响力和公司致力于治理污染的努力程度。

克莱默/LGA 绿色 ETF 基金（Claymore/LGA Green ETF，代码：GRN）跟踪光明绿色经济指数（Light Green Eco Index），这个指数从各个行业中寻找那些最能符合环境保护趋势的上市公司。指数提供商推出的这个指数是一个高度分散的，充分考虑了流动性的股票组合，这些成份股来源广泛，几乎涵盖了经济中的各个方面，它们在减少废物排放、清洁生产、污染和排放防治以及遵守环境相关法律方面都是行业的佼佼者。

范艾克国际资本管理公司（Van Eck Global）新近推出了市场向量——全球替代能源 ETF 基金（Global Alternatire Energy ETF，代码：GEX），该指数跟踪 30 只股票，这些股票涉及了替代能源生产的整个产业链，包括氢燃料和新能源（太阳能、风能、生物质能、水电和地热）、环境保护技术、能源效率和节能技术等领域。

## 社会责任基金

投资者经常会遇到这样的问题，即投资者所投资企业的产品或者商业模式与自己的道德标准相冲突。除了选择合适的投资目标以外，社会责任指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



还将排除一些没有达到一定社会标准的股票。比如，一些过滤标准会剔除烟草、酒精和色情行业的公司。另外，还有一些社会责任指数会考虑劳工权益、人权，甚至动物权利。

想要投资这类指数的投资者，一定要注意是哪些行业被剔除出指数。他们也许会对社会责任有完全不同的理解。比如，大部分社会责任指数都会剔除武器和国防工业的公司股票。作为一名前美国海军陆战队成员，我就非常反对把国防工业这一保卫我们的家庭、自由和社会方式的产业称为对社会无责任。

不同的指数提供商对于社会责任的理解肯定是不同的，而且是随时变化的。读者要想了解更多的社会责任指数，包括每个指数提供商的过滤标准，可以访问 www. socialinvest. org 网站。

安硕 KLD 社会责任精选经济 ETF 基金（代码：KLD）跟踪 KLD 社会责任指数。这只指数采用过滤选股法，首先从罗素 1000 指数中剔除烟草类股票。指数提供商接下来会对剩下的公司进行社会责任和环境保护方面的测评，具体包括与社区的关系、多样性、劳资关系、人权保护、产品质量及安全性、环境友好性和公司治理。根据上述因子对公司进行排序。指数公司使用了一套优化算法来选择成份股和赋予权重。得分越高的公司权重越大，而得分越低的公司权重越低。

安硕 KLD400 社会责任 ETF 基金（iShares KLDSelect Social ETF，代码：DSL）跟踪多迷你 400 社会责任指数（Domini 400 Social index）[①]，这个指数将标准普尔 500 作为它的核心股票池，出于行业多样性和市值的考虑，再加入 100 只候选成份股。KLD 指数公司还另外加入了 50 只股票，它认为这 50 只股票最能反映它们认可的社会和环境标准。该指数过滤了酒类、烟草、军火、博彩和核能类股票，国防承包商也被排除在外。除了社会和环境标准，那些达不到 KDL 基本面标准的公司股票也被剔除在外，这些财务指标包括市值、盈利、流动性、股票价格和权益负债率等。

① 目前这个指数在 2009 年 7 月已经更名为金融时报 KLD400 指数。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 公司事件ETF 基金

这里的公司事件是指由公司董事会决定的影响公司结构的行为，比如董事会决定公司首发上市、两家公司的合并、合并过程中一家公司退市等，都属于公司事件。公司事件层出不穷，基于这类行为设立了一些指数和 ETF 基金。

第一信托的 IPOX－100 指数基金（代码：FPX）在跟踪美国 IPOX－100 指数，这只基金的投资目标是希望在扣除费率和费用前能复制这只指数的收益情况。这只指数用来衡量新股上市 1 000 天内的业绩表现，采用的是的基于固定规则市值加权选股方法。成份股的选择的是基于专有的非公开选股程序。成份股的权重采用受限市值加权的方法，最高市值比例不超过 10%。如果不采用这种方法，谷歌的权重将过大。

克莱默/科尼尔分拆 ETF 基金（Claymore/Clear Spin-off ETF，代码：SCD）投资于那些风险巨大，同时潜在回报惊人的有分拆上市的公司。Beacon 公司创设的这个指数，主要由近期刚分拆上市的公司组成，该指数用于衡量这类公司的业绩表现，由于这些公司更加专注于核心业务，因此它们可能具有更好的市场表现。

Powershares 的回购达标 ETF 基金（Power Shares Buyback Achievers，代码：PKW）跟踪股票回购公司指数，这个指数的成份股包括在最近 12 个月，至少回购本公司 5% 以上股票的美国公司。该指数每个季度再平衡一次，成份股一年更换一次。

另外，公司的内部人是经常买卖自家的股票，期权持有者也常常行权。一些指数提供商跟踪这些交易行为，并且构建相关策略指数以供 ETF 投资之用。

Claymore/Sabrient 内部人 ETF 基金（Claymore/Sabrient Tnsider ETF，代码：NFO）跟踪 Sabrien 内部人情绪指数，这个指数追踪那些积极向好的，有内部人交易或者卖方分析师提高盈利预测的股票，内部交易行为主要是由相关人员向监管部门提供的文件来确认。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## *目标日期ETF 基金*

现在市场上出现了越来越多的跟踪目标日期指数的基金。利用目标日期的投资方法，投资者根据事先确认的目标控制风险，从而达到保护资本的目的。

2007 年在线经纪商 TD Ameritrade，率先推出了“独立”系列的 ETF 基金，根据投资期限的不同来分配投资资金。随着目标日期的临近，这类基金能自动调整以适应更短的投资期限。一般而言，投资期限越长，投资风险就越大。这些目标日期基金从 2010 ~2040 年，每 10 年增加一档。[①] 这些投资组合一开始比较保守，然后风格越来越激进。以下举例说明：

- TDX 独立 2010 ETF 基金（TDX Independence 2010 ETF，代码：TDD）目前主要配置的是固定收益类产品，仅有少量资金配置在股票上。
- TDX 独立 2020 ETF 基金（TDX Independence 2020 ETF，代码：TDH）一开始主要是配置股票资产，随着时间离 2020 年越来越近，投资组合越来越多地加入固定收益类产品。
- TDX 独立 2030 ETF 基金（TDX Independence 2030 ETF，代码：TDN）一开始几乎全部是股票资产，这种状态几乎持续到 2020 年，然后在组合中将逐步增加固定收益类产品。
- TDX 独立 2040 ETF 基金（TDX Independence 2040 ETF，代码：TDV）存续时间最长，因此在美国国内股票和国际股票上的配置最为激进，以期获取资本增值带来的收益。随着 2040 年的逐步临近，这个基金会稳步地增加配置中债券的比例。
- In-Target ETF 基金（代码：TDX）主要配置债券类品种，以期获得资本保值。每过 5 年，这只基金会增加股票的配置比例到一个相对保守的水平，然后一直维持在该水平。

上述这些 TDAX 系列基金因为开创了业界的多个第一而备受瞩目，这不

① 目前该指数提供了 5 年一档的服务，详见该公司网站。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



仅是因为它们第一个推出了基于生命周期或者目标日期的指数基金，同时也是第一个将股票和债券合并投资的第一个指数基金。扎克斯投资研究公司（Zacks Investment Research）创建并且维护着扎克斯生命周期指数，成为上述基金跟踪的目标。

随着 TDAX 系列基金的成功上市，很多指数基金公司蜂拥而至进入目标日期指数市场。这类生命周期指数的问题普遍在于，对于生命周期和资产配置的理解是不同的，这将导致资产配置的比例千差万别。一些指数提供商建议还有 10 年到期的组合应该配置 60% 的股票，而另外一些指数提供商则认为 30% 已经足够。有人认为到期日时组合里可以有 40% 的股票，而另外则有人坚持说，到期时应该 100% 是现金类资产。这表明由于配置准则的不一，不同指数提供商的差别是非常大的，所以投资者在购买 ETF 基金前一定要弄清楚这个指数的生命周期配置准则。

## 主动管理型指数

很多传统的指数投资者可能会对主动管理型指数感到诧异，一只指数怎么可能同时拥有主动和被动的特征呢？接下来我们要介绍的指数，将清楚地表明策略指数不仅仅是被动的。与很多开放式基金的基金经理一样，分析师选股指数和行业轮动指数使用的方法正是基于主观判断和选择的。

### *股票分析师指数*

证券公司雇佣了数以千计的股票分析师，利用技术面分析和基本面分析的方法挑选跑赢市场表现的股票。为什么不可以利用他们的研究成果构建分析师指数，并且开发 ETF 基金产品呢？事实上，这样的指数和基金已经面世了。

克莱默/巨人公司大盘成长 ETF 基金（Claymore/Great Companies Large-Cap Grouth Index ETF，代码：XGC）是跟踪 EDMP 公司发布的巨人公司大盘成长指数，这个指数跟踪的公司都有两位数成长的历史记录，同时其预期成长率也是两位数，这是所有巨人公司的特征之一。同时，这些公司的股价低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



于其内在价值。

第一信托管理的价值线股票配置 ETF 基金（First Trust Value Line Equity Allocation ETF，代码：FVI）也是一只主动型指数基金，它跟踪的标的是价值线股票配置指数。这个指数从候选股票池中选出那些资产增值潜力最大的公司。价值线公司利用自己的股票评级系统，对股票买卖的“时机”、“安全性”或者“技术指标”进行 1 分或者 2 分的评级。

价值线公司根据价值和规模挑选股票。该公司运用多因子模型对每个风格的股票进行评级，包括现金流价格、账面价格、资产回报率和价格趋势。6 组风格中得分最高的 25 只股票被选出并且赋予相同的权重，该股票配置指数在每年的 2 月和 8 月进行再平衡，并且对成份股进行替换。

Powershares 基金公司管理的 DWA 技术领袖 ETF 基金（Powershares DWA Technical Leaders Portfolio，代码：PDP）跟踪 Dorsey Wright 公司提供的技术领袖指数，这个指数包括大约 100 只美国股票，这些股票的相对价格强度指标高于市场平均水平。Dorsey Wright 公司跟踪美国最大的 3 000 家公司，比较它们相对基准指数和行业指数的相对强度，该指数每季度重新调整成份股及其权重。

对于一些老练的投资者而言，他们最兴奋的事情莫过于发现潜力股，以我自己之前在证券公司工作的经验就是明证。某家公司被分析师关注的越少，这家公司就越有可能成为黑马。

Claymore/Sabrient 绝密行动 ETF 基金（Claymore/Sabrient Stealth ETF，代码：STH）跟踪 Sabrient 公司提供的非分析师关注指数。区别于一般的观点，指数提供商在这里关注的是不受分析师关注的股票。这只指数希望捕捉被分析师遗漏的股票，这类股票往往会有不错的增长，从而指数基金能超越罗素 2000 指数。

### *行业轮动ETF 基金*

行业轮动策略常常被视为主题投资的对立面。与主题投资不同，行业轮动 ETF 基金会在不同的行业之间转换。主题投资的模式是，长期持有某一类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票以获取收益。

不同的行业轮动指数采用不同的方法进行行业转换。一些行业指数采用自上而下方法从经济基本面分析预测未来的领先行业，也有指数使用价格惯性和技术面分析的手段确定强势行业。第十九章讨论了这类主动投资策略的优劣。

克莱默/扎克斯行业轮动 ETF 基金（Claymore Zacks Sector Rotation，代码：XRO）跟踪扎克斯行业轮动指数，该指数利用一个定量化的模型超配分析师看好的行业。通过不同的行业配置策略来实现超越标准普尔 500 指数的目标。

扎克斯使用一个多因子模型来确定成份股。分析师首先利用自上而下的基本面分析方法，确认目前所处在经济周期的哪个阶段。然后利用自下而上的方法来决定每个行业的配置比例。考虑的因素包括，相对估值、内部交易、价格趋势、盈利增长、预期调整盈利和超额预期盈利等。每个行业在指数中的权重从 0～45%，单只股票的权重不超过 5%。该指数每季度调整一次。

Powershares 基金公司管理的价值线行业轮动 ETF 基金（Powershares Value Line Industry Potation ETF，代码：PYH）跟踪价值线行业轮动指数，这只指数包含 75 只成份股，这些成份股是基于价值线公司的投资时机评级及其所在行业的投资时机评级。价值线公司从排名最高的前 50 个行业中选取投资时机评级最高的股票，接着从排名后 25 名的行业中再选取投资时机评级最高的股票。该指数每季度调整一次成份股及其权重。

## 杠杆和空头 ETF 基金

贝塔可以用来衡量投资组合相对投资基准的回报，接下来我们将介绍一类包括杠杆和空头的 ETF 基金。杠杆指数基金可以每天获取标的指数的两倍收益（不包括分红），同时也承受两倍的日波动率。空头指数基金的收益则和标的指数的收益相反，杠杆空头 ETF 基金的日收益是负两倍于标的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数的日收益。

投资这类基金需要注意的是，由于有更高的日波动率，这会减少基金的长期复合增长率。不要指望一只使用一倍杠杆的基金，在一年内可以获得相对标的指数一倍的收益率，可以从数学上证明，这种情况完全不可能发生。

短期的波动将会影响长期的回报。一只基金短期波动越大，其长期复合增长率就越低。由于一倍杠杆基金比非杠杆基金的波动率大得多，所以扣除费用后的长期回报率会远远低于价格变动的倍数。Proshares 公司在推出其产品终极 Proshares ETF 基金的公开说明书中明确提到此点：

> 投资者请注意，随着时间推移，本基金的净值增长率，不论是负增长还是正增长，都将显著异于标的指数的复合增长率。只要持有时间超过一天，投资者就应该明白基金的净值增长率不是双倍于标的指数的收益率。另外，在震荡市场中，投资者应该理解基金的收益水平将低于标的指数两倍收益。（2006 年 6 月 19 日）

截至 2006 年末，市场中只有几只杠杆 ETF 基金，而空头 ETF 基金一只都没有。到 2009 年 2 月份，已经有 106 只此类基金，还有很多基金正在注册发行。绝大部分市场基准指数，都已经有类似产品在跟踪，商品基金将是下一个热点。

杠杆 ETF 基金的另一个重要特点是，高费率。Proshares 公司收取 0.95% 的年费，是 ETF 基金行业最高的费率。Rydex 公司的 ETF 基金系列的费用略低，但相比其他基金也高出了许多。

杠杆 ETF 基金的运作原理很简单。首先，这些基金会选定一个标的指数，例如标准普尔 500 指数。基金采用完全复制的方法持有该指数的成份股，比如爱立信、微软、通用电气等。为了实现日回报翻倍，基金会使用很多衍生品，如股票期货、指数掉期等。这些衍生品只需要很少的现金投入。基金经理惯常的做法是，抵押股票贷款来购买衍生品。衍生品提高了组合的杠杆水平，组合的整体回报正好是个股组合的两倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票价格指数的收益中通常都不包括分红收益。为了便于操作，股票发放的红利经常用来支付贷款费用等。这从另外一个角度说明，为什么杠杆基金的收益水平从长期看比不上指数总回报的两倍。

基准指数和行业指数现在都有了杠杆基金。基准指数的杠杆基金包括超级标准普尔500 ETF 基金（代码：SSO），以标准普尔500指数作为标的。超级 QQQ（代码：QLD）则是跟踪纳斯达克100指数。

Proshares 公司几乎有十来只行业杠杆基金，这些基金跟踪道琼斯公司的行业指数。比如超级原材料 ETF 基金（Ultra Basic Materials ETF，代码：UYM）和超级技术 ETF 基金（Ultra Technology ETF，代码：ROM）。这些基金都希望自己的日收益在扣除费用后正好是标的指数波动的两倍。

空头 ETF 基金和投资标的指数的变化逆向而动。例如，空头标准普尔500 ETF 基金（代码：SH）的日波动正好与标准普尔500指数的变动相反。Proshares 公司的另一个空头基金，空头 QQQ 则追求日波动的方向与纳斯达克100指数相反。

杠杆空头 ETF 基金是这个行业最复杂和风险最大的品种，其基本目的与空头基金类似，只是收益变动翻倍。例如标准普尔500指数下跌1%，则 Proshares 公司两倍杠杆的超级空头标准普尔500 ETF 基金（代码：SDS）则会上涨2%，反之亦然。行业指数也可以进行反向杠杆操作。Proshares 公司同样也有跟踪道琼斯基本行业指数的反向杠杆基金。

买入空头杠杆基金可以帮助投资者对冲市场风险，比如投资者持有一只行业 ETF 基金，但此时市场前景不妙，这时他可以买入一只空头杠杆指数基金来规避行业基金本身蕴含的市场风险，当市场果真下跌时则可以获益。严格地说，这样的操作属于净空头。这听起来似乎很好，但要知道如果判断失误，其损失也是非常大的。投资者可能遭受双重打击，比如市场高歌猛进和持有的行业指数却表现不佳。

杠杆和空头基金都不适合新手操作，投资者应该在投资前非常详细地了解这些基金的运作机理，要弄明白在不同的市场环境下这类基金的表现，还有短期和长期的收益差距。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 用 ETF 基金对冲风险

对冲基金，顾名思义是不论市场涨跌都能取得正收益的投资基金，不过实际上并非如此。对冲基金的投资策略有很多种，其中一些比股票市场的风险还要大得多。钱来得快，去得也快。

近些年来对冲基金的发展相当惊人，到 2006 年时差不多有 1 万亿美元的资金投资在约 10 000 只对冲基金上。每年都是大量的新基金成立和老基金清盘，这是一个高风险、快速变化的市场。

尽管有不少新的对冲基金成立，对于普通投资者而言仍是遥不可及。对冲基金的初始购买金额非常高，投资者会花费大量的金钱去购买投资咨询服务，之后才能作出稳妥的分散投资决策。另外，大部分对冲基金还有一个较长的封闭期，在此期间投资人无法赎回基金。

对于富人而言，对冲基金不失为一种好的投资品种，但对于普通投资者，ETF 基金才是更现实的选择。利用 ETF 基金，你就可以构建自己简单的对冲策略。我相信在不久的将来还会出现更加复杂的基于对冲原理的 ETF 基金产品。

目前市场上已经有一只类似的产品，2007 年 5 月，巴克莱国际资本公司（BGI）延展了旗下的名为 iPath 的 ETN 产品线，推出了一款名为 iPath CBOE 标准普尔 500 担保看涨期权指数交易票据基金（代码：BMV）。这个新产品跟踪芝加哥期权交易所标准普尔 500 担保看涨期权指数。

芝加哥期权交易所标准普尔 500 担保看涨期权指数于 2002 年推出，其目的是反映标准普尔 500 担保看涨期权交易策略的业绩表现。在担保看涨策略中，投资者买入股票同时沽出备兑看涨期权。这个基金可以从期权的溢价中获利，这类股票期权的期限通常是一个季度。这个策略在股市波动或者股市下跌行情中能为组合提供保护和提高收入，但在股市回稳行情中这个策略的表现比较糟糕。

虽然在 ETF 基金行业推出复杂的对冲基金品种还有待时日，但今天已经有一些公司在进行尝试。这些公司利用计算机模型来模拟对冲基金投资的收益特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



征，然后找到相应的 ETF 基金构成投资组合来近似对冲基金的表现。例如高盛公司的 INDEXIQ 基金就是一个范例，还有其他的公司都在这个领域探索。

IndexIQ 正在向美国证券交易委员会申请其合成对冲基金产品系列上市。这个产品系列利用数个 ETF 基金来拟合 10 只可投资的 Tremount 对冲基金指数的业绩。在其计划中，每只基金通过持有一定的股票和其他金融证券，在扣除各种费用后来跟踪一只对冲基金指数的业绩表现。这些指数主要由其他的 ETF 基金和备选的金融工具池组成。这个产品系列希望整合低成本的基金和独立账户，来跟踪这 10 只对冲基金指数。

大多数人对对冲基金还不感兴趣。不过即便如此，投资者还是可以利用 ETF 基金来为自己获利。

你投资过稀缺的金币吗？由于历史上这类金币非常稀少，所以其市场价格远远高于其黄金含量的价格。如果运用 ETF 基金，投资者可以对高估的金价进行做空，同时继续持有金币，从而还可以从金币的稀缺性中获得更大的收益。

道富银行黄金追踪 ETF 基金（Street TRACKS Gold Shares，代码：GLD）和安硕芝加哥商品交易所黄金信托基金（iShares COMEX Gold Trust，代码：IAU）分别跟踪黄金价格和金条价格。这些交易品种给投资者提供了一个廉价和方便的投资黄金以及做空黄金的机会（见第十五章）。

夏天想去欧洲旅行却担心美元贬值而不能尽兴游玩？不要紧，你可以投资欧洲货币信托基金（代码：FXE），现在就购买 7 月份的欧元而不用担心到时涨价。除此之外，还有税率优惠的 iPath 欧元/美元基金（代码：ERO）。这些投资需要支付银行间市场利息（详见第十五章）。

## 特色 ETF 基金列表

表 13.1 中列出了美国常见的一些特色 ETF 基金。这类基金品种众多，每周都有新品上市。表 13.1 提供了基础的产品，你可以从中选择适合自己的投资品种。想了解更完整的基金列表，请访问 www. theetfbook. com 和 www. etfguide. com 网站。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 13.1 特殊 ETF 基金

主题型 ETF

| 策略 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 社会责任 | iShares KLD Select Social Index | KLD | 0.50% | KLD Select Social | | S S | F S |
| 社会责任 | iShares KLD 400 Social Index | DSI | 0.50% | Domini 400 Social | | S S | F S |
| 环境友好 | Claymore LGA Green | GRN | 0.60% | Light Green Advisors Eco Index | | Q Q | C F |
| 环境友好 | Global Alternative Energy ETF | GEX | 0.65% | Ardour Global Index | | S T | C F |
| 环境友好 | Claymore S&P Global Water | CGW | 0.65% | S&P Global Water Index | | S T | C C |
| 环境友好 | PowerShares Water Resources | PHO | 0.60% | Palisades Water Index | | S T | C F |
| 环境友好 | PowerShares WilderHill Clean Energy | PBW | 0.60% | WiiderHill Clean Energy Index | | S T | C C |
| 环境友好 | PowerShares WilderHill Progressive Energy | PUW | 0.60% | WilderHill Progressive Energy Index | | S T | X M |
| 环境友好 | PowerShares Cleantech | PZD | 0.60% | Cleantech Index | | S T | X E |
| 公司管理 | IndexIQ Best Corporate Governance All Cap | NA | NA | IndexIQ Best Corporate Governance | | Q M | F Q |
| 公司管理 | IndexIQ Best Operating Companies All Cap | NA | NA | IndexIQ Best Operating Companies | | Q M | F Q |
| 公司管理 | IndexIQ Competitive Momentum Leaders All Cap | NA | NA | IndexIQ Competitive Momentum Leaders | | Q M | F Q |
| 公司管理 | IndexIQ Customer Loyalty Leaders All Cap | NA | NA | IndexIQ Customer Loyalty Leaders | | Q M | F Q |
| 公司管理 | IndexIQ Fastest Growing Companies All Cap | NA | NA | IndexIQ Fastest Growing Companies | | Q M | F Q |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

主题型 ETF

| 策略 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 公司管理 | IndexIQ Most Elite Workforces All Cap | NA | NA | IndexIQ Most Elite Workforces |  | Q M | FQ |
| 公司管理 | IndexIQ Most Innovative Companies All Cap | NA | NA | IndexIQ Most Innovative Companies |  | Q M | F Q |
| 公司管理 | IndexIQ Most Powerful Companies | NA | NA | IndexIQ Most Powerful Companies |  | Q M | FQ |
| 公司管理 | IndexIQ Most Productive Companies All Cap | NA | NA | IndexIQ Most Productive Companies |  | Q M | F Q |
| 公司管理 | IndexIQ Most Sustainable Companies All Cap | NA | NA | IndexIQ Most Sustainable Companies |  | Q M | F Q |
| 公司事件 | PowerShares Buyback Achievers | PKW | 0.70% | Share BuyBack Achievers Index |  | S C | C C |
| 公司事件 | Claymore Clear Spin-Off | CSD | 0.60% | Clear Spin-off Index |  | Q M | CC |
| 公司事件 | First Trust IPOX100 Index Fund | FPX | 0.60% | U. S. IPOX-100 Index |  | Q M | C C |
| 内部交易 | Claymore Sabrient Insider | NFO | 0.60% | Sabrient Insider Sentiment Index |  | S C | X E |
| 私募股权 | PowerShares Listed Private Equity | PSP | 0.70% | Red Rocks Capital Listed Private Equity |  | S C | C C |
| 专利保护 | Claymore/Ocean Tomo Patent | OTP | 0.60% | Ocean Tomo 300 Patent Index |  | F T | C F |
| 专利保护 | Claymore/Ocean Tomo Growth Index | OTR | 0.60% | Ocean Tomo 300 Patent Growth Index |  | F T | C F |
| 纳米科技 | PowerShares LUX Nanotech | PXN | 0.60% | LUX Nanotech Index |  | F T | C C |
|  |  | 平均费率 |  | 0.67% |  |  |  |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

分析师推荐、行业轮动以及买股票卖期权型 ETF

| 策略 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 分析师推荐 | Claymore/BIR Leaders 50 | BST | 0.60% | BIR Leaders 50 | | Q M | X M |
| 分析师推荐 | Claymore/BIR Leaders Mid-Cap Value | BMV | 0.60% | BIR Leaders Mid-Cap Value | | Q M | X M |
| 分析师推荐 | Claymore/BIR Leaders Small-Cap Core | BES | 0.60% | BIR Leader Small-Cap Core | | Q M | X M |
| 分析师剔除 | Claymore Sabrient Stealth | STH | 0.60% | Sabrient Stealth Index | | Q M | X M |
| 行业轮动 | Claymore Zacks Sector Rotation | XRO | 0.60% | Zacks Sector Rotation Index | | P S | F F |
| 行业轮动 | PowerShares ValueLine Industry Rotation | PYH | 0.65% | ValueLine Industry Rotation Index | | Q M | X E |
| 行业轮动 | First Trust ValueLine Equity Allocation | FVI | 0.70% | ValueLine Equity Allocation Index | | Q M | X E |
| 买股票卖期权 | iPath CBOE S&P 500 Buy-Write ETN | BWV | 0.75% | CBOE S&P 500 Buy-Write | | P S | X N |
| | | 平均费率 | | 0.68% | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

杠杆、反向和反向杠杆型 ETF

| 策略 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 杠杆 | Ultra Dow 30 | DDM | 0.95% | Dow Jones Industrial Average(200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Russell 1000 Growth | UKF | 0.95% | Russell 1000 Growth(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Russell 1000 Value | UVG | 0.95% | Russell 1000 Value(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Russell 2000 | UWM | 0.95% | Russell 2000(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Russell 2000 Growth | UKK | 0.95% | Russell 2000 Growth(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Russell 2000 Value | UVT | 0.95% | Russell 2000 Value(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Russell Mid-Cap Growth | UKW | 0.95% | Russell Mid-Cap Growth(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Russell Mid-Cap Value | UVU | 0.95% | Russell Mid-Cap Value(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra S&P 500 | SSO | 0.95% | S&P 500(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Small-Cap 600 | SAA | 0.95% | S&P Small-Cap 600(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Mid-Cap 400 | MVV | 0.95% | S&P Mid-Cap(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra QQQ | QLD | 0.95% | NASDAQ-100(+200%) | | S E | X L |
| 杠杆 | Ultra Basic Materials | UYM | 0.95% | Dow Jones Basic Materials(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Consumer Goods | UGE | 0.95% | Dow Jones Consumer Goods(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Consumer Services | UCC | 0.95% | Dow Jones Consumer Services(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Financials | UYG | 0.95% | Dow Jones Financials(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Health Care | RXL | 0.95% | Dow Jones Health Care(+200%) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Industrials | UXI | 0.95% | Dow Jones Industrials(+200%) | | P S | X L |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

杠杆、反向和反向杠杆型 ETF

| 策略 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 杠杆 | Ultra Oil and Gas | DIG | 0.95% | Dow Jones Oil and Gas( +200% ) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Real Estate | URE | 0.95% | Dow Jones Real Estate( +200% ) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Semiconductors | USD | 0.95% | Dow Jones Semiconductors( +200% ) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Technology | ROM | 0.95% | Dow Jones Technology( +200% ) | | P S | X L |
| 杠杆 | Ultra Utilities | UPW | 0.95% | Dow Jones Utilities( +200% ) | | P S | X L |
| 反向 | Short Dow 30 | DOG | 0.95% | Dow Jones Industrial Average( -100% ) | | P S | X S |
| 反向 | Short Mid-Cap 400 | MYY | 0.95% | S&P Mid-Cap 400( -100% ) | | P S | X S |
| 反向 | Short QQQ | PSQ | 0.95% | NASDAQ 100( -100% ) | | S E | X S |
| 反向 | Short Russell 2000 | RWM | 0.95% | Russell 2000( -100% ) | | P S | X S |
| 反向 | Short S&P 500 | SH | 0.95% | S&P 500( -100% ) | | P S | X S |
| 反向 | Short Small-Cap 600 | SBB | 0.95% | S&P Small-Cap 600( -100% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Russell 1000 Growth | SFK | 0.95% | Russell 1000 Growth( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Russell 1000 Value | SJF | 0.95% | Russell 1000 Value( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Russell 2000 | TWM | 0.95% | Russell 2000( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Russell 2000 Growth | SKK | 0.95% | Russell 2000 Growth( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Russell 2000 Value | SJH | 0.95% | Russell 2000 Value( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Russell Mid-Cap Growth | SDK | 0.95% | Russell Mid-Cap Growth( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Russell Mid-Cap Value | SJL | 0.95% | Russell Mid-Cap Value( -200% ) | | P S | X S |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

杠杆、反向和反向杠杆型 ETF

| 主题 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 反向杠杆 | UltraShort S&P 500 | SDS | 0.95% | S&P 500( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Small-Cap 600 | SDD | 0.95% | S&P Small-Cap 600( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Dow 30 ETF | DXD | 0.95% | Dow Jones Industrial Average( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Mid-Cap 400 | MZZ | 0.95% | S&P Mid-Cap 400( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort QQQ | QID | 0.95% | NASDAQ - 100 ( -200% ) | | S E | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Basic Materials | SMN | 0.95% | Dow Jones Short Basic Materials( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Consumer Goods | SZK | 0.95% | Dow Jones Short Consumer Goods( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Consumer Services | SCC | 0.95% | Dow Jones Short Consumer Services( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Financials | SKF | 0.95% | Dow Jones Short Financiois( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Health Care | RXD | 0.95% | Dow Jones Short Health Care( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Industrials | SIJ | 0.95% | Dow Jones Short Industrials( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Oil and Gas | DUG | 0.95% | Dow Jones Short Oll and Gas( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Real Estate | SRS | 0.95% | Dow Jones Short Real Estate( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Semiconductors | SSG | 0.95% | Dow Jones Short Semiconductors( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Technology | REW | 0.95% | Dow Jones Short Technology( -200% ) | | P S | X S |
| 反向杠杆 | UltraShort Utilities | SDP | 0.95% | Dow Jones Short Utilities( -200% ) | | P S | X S |
| | | 平均费率 | | 0.95% | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 13.1 分成 3 个部分：第一部分是主题投资 ETF 基金，第二个部分包括分析师指数基金、行业轮动指数基金和买入担保看涨期权指数基金，第三部分包括杠杆基金和空头基金。目标日期基金在本文中已有讨论。所有上述基金都跟踪策略指数。

附录 A 是表 13.1 中用于每个指数的证券选择和权重方法的缩略语诠释。有鉴于公众通过 ETF 公司从每个基金的说明书中所获得的信息，证券选择和权重方法是最佳选择。

## 小 结

特色股票指数基金关注一些在将来真正有潜力的投资主题。一般而言，主题投资都是长期投资，因为一个投资从概念到实际的成果需要很长的时间。ETF 基金青睐的主题可能是环境友好、社会责任或者公司事件。但是无论是哪种主题，这类基金通常都将收取很高的管理费。

行业转换投资和分析师选股指数投资实则是主动投资。行业转换投资是希望在不同行业之间配置资产，以达到领先经济周期和避免损失的目的；分析师选股指数基金投资则与主动投资的开放式公募基金非常类似。目标日期指数则根据生命周期来配置资产。

杠杆基金和空头基金帮助投资者在市场下跌时获取收益。杠杆基金的日回报是标的指数收益的两倍，同时，空头基金则可以做空市场。空头杠杆基金可以比没有杠杆的空头基金多出一倍的收益或者亏损。

面对普通投资者的对冲基金刚刚起步，一些基金正在尝试将对冲基金的投资策略复制成可投资产品。今天，已经有不少个人投资者可以利用 ETF 基金来增强收益或者对冲风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第十四章

# 固定收益 ETF 基金

第三部分到目前为止，所有各章论述的都是证券市场的投资。本章要讨论的是金融市场一个更大的组成部分：固定收益类产品。固定收益类产品因其稳定性和收益，在大部分投资者的投资组合中都起着至关重要的作用。平均而言，个人投资者把长期储蓄的 50% 以上投资于固定收益类证券品种上。这就意味着，固定收益 ETF 的分析和选择是否合适，是投资组合管理的关键。

从金额角度说，近 30 万亿美元的美国公开固定收益市场的规模，远远大于美国公开证券市场。但是，从提供给投资者的固定收益 ETF 的数量却并不占优势。在发行的美国 ETF 中，跟踪固定收益指数的还不到 10%。2009 年是债券 ETF 年度，各公司都争前恐后地想要夺回证券收入的损失。

固定收益 ETF 发行量少的原因是，用 ETF 结构管理固定收益投资组合的难度更大。基金里的标的债券必须具有足够的流动性，这样签约交易商就可以轻松地交易这种证券（见第二章）。没有足够的流动性，包括活跃的衍生产品市场，签约交易商就不可能创建能够包含各指数中所有证券的完整的申购篮子。买入、卖出证券的成本就会太大，而这一点会反映在 ETF 的价差中。在 2008 年的次贷危机期间，流动性差的债券的价差造成了 ETF 交易的剧烈震

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



荡。2008 年 11 月流动性危机达到顶峰的时候，高收益债券 ETF 的交易价格只占资产净值的 80%。

幸运的是，债券发行人要求指数供应商创建流动性好的指数，目前正在渡过流动性难关。这些新的固定收益指数和产品正在成功进入 ETF 市场。新产品的成功将吸引更多的 ETF 供应商开发固定收益基金，从而创建一个更加强盛的市场。

## 债券市场结构

美国固定收益产品市场由许多证券类型组成，其中包括（但不仅限于）国债、政府部门债券、房屋抵押贷款、公司债券、市政债券、资产担保证券和通货膨胀保值证券。

债券一般是按照类型、期限和信用评级来分类的。图 14.1 中的晨星固定收益风格箱（Morningstar Income Style Box）显示了期限和信用水平在其共同基金调研中是如何体现的。这是大部分债券分类的典型做法。

| 市值权重 | 基本面权重 | 固定权重 | |
|---|---|---|---|
| HS | HM | HL | 数量选股 |
| IS | II | IL | 过滤选股 |
| GS | GI | GL | 被动选股 |

**图 14.1 晨星固定收益风格箱**

债券指数将期限分为 3 个时间段。短期指数所含债券的平均期限为 3 年或 3 年以下，中期指数所含债券的平均期限为 4 ~9 年，而长期指数所含债券的平均期限为 10 年或 10 年以上。如果一个指数的平均期限是 5 年，这并不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



说基金中的所有债券都是5年到期。债券到期的时间可以是1～10年不等，或者是任何一种组合的期限。读一读你感兴趣的ETF的说明书，这样你就明白指数是如何设计的了。

债券指数的平均时间期限是一个重要特征。时间期限是利率风险的一个衡量尺度。如果利率提高了，以时间期限较长的指数为基准的ETF，与以时间期限较短的指数为基准的ETF相比，价值下跌的程度就更大。从长远看，由于时间期限长的债券风险更大，投资者期望长期限指数能够产生高于短期限指数的总收益。

债券指数的信用风险比其利率风险更加复杂。信用风险是发行人金融实力的体现。信用风险越大，违约的可能性越大，需要用来补偿该风险的利率就越高。美国政府和政府部门债券的信用风险很小。投资级的公司债券的信用风险要大些，而风险最大的是高收益垃圾债券。这些基金投资于低于投资级的债务，因为它们陷入困境的概率比较高。

图14.2显示的是债券指数的风险与收益情况。指数的时间期限越长，信用质量越低，债券指数的预期长期收益就会越高，以补偿这些额外的风险。

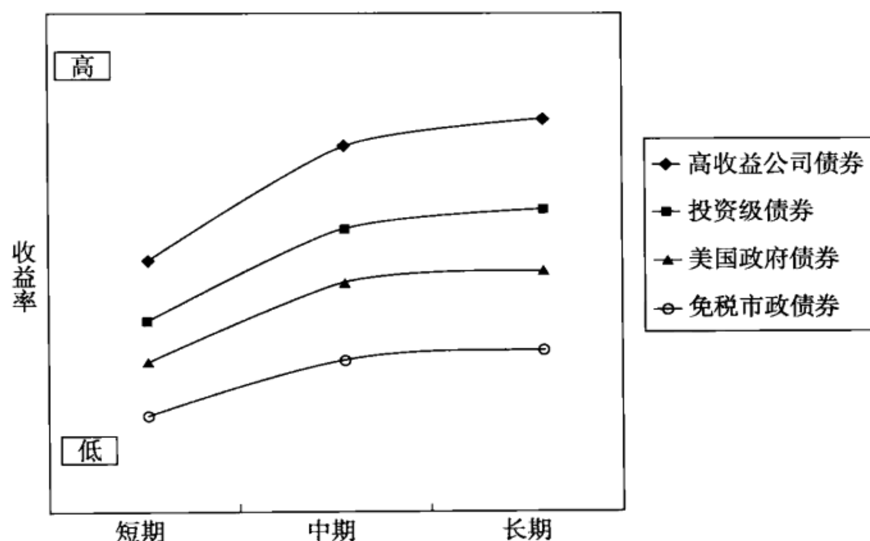



**图14.2 期限风险、信用风险和预期收益**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 固定收益指数

有数家供应商提供用于固定收益 ETF 指数。ETF 市场的一个主要玩家是巴克莱兄弟公司（Barclays Brothers）。该公司创建了数百只固定收益指数，覆盖了所有全球债券市场。在这些指数中，越来越多的品种被用于构建 ETF 的基础。

美国投资级市场指数的基本结构如下：

1. 政府/信贷市场
   （1）公债、政府期票和债券
      ①国债，包括通胀保值证券
      ②政府部门债券（FNMA 和 FHLMC 债券等）
   （2）公司债券（投资级、BBB 级或以上）
      ①工业
      ②金融
      ③公用事业
      ④扬基债券（以美元交易的国外债券）
2. 房屋抵押贷款市场
   （1）政府国民抵押贷款协会（Government National Mortgage Association，GNMA）
   （2）联邦住宅贷款抵押公司（Federal Home Loan Mortgage Corporation，FHLMC）
   （3）联邦国民抵押协会（Federal National Mortgage Association，FNMA）
3. 资产担保证券
   （1）信用卡债
   （2）汽车贷款
   （3）银行贷款
   （4）住房权益贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴克莱要求债券的发行量至少为1亿美元，然后才会将其用于某个指数中。但是，这个金额标准对于ETF管理来说也许还不够大。ETF经理们一般都从各个指数中提取规模最大、流动性最好的债券作为样本。

### 固定收益市场取样

大部分债券指数的创建，都不是为了以此创建ETF投资组合，而是用以衡量主动债券管理策略是否可行，而且更便于经济学家和分析师们以此来分析固定收益市场。

ETF公司很难跟踪许多为了其他目的而创建的指数。传统指数中的许多债券在市场上都无法获得，而指数中债券换手率高的原因是债券将要到期和看涨期权的赎回。巴克莱综合债券指数（Barclays Aggregate Bond Index）跟踪6 000多个固定收益证券，而其中很大一部分并没有经常性的交易。该指数平均每年的换手率超过30%。

由于不可能全面复制像巴克莱综合债券指数这样的传统债券市场指数，ETF经理们采用的是一种取样手法。经理们努力创建交易频繁的流动性好的证券投资组合，并复制债券指数的风险和收益特征。

取样方法非常复杂，它要求基金经理们考虑多个因素来将一个指数里的每个债券划入不同的象限，这些因素包括行业、发行量、信用评级、期限和债券票息，以及众多其他因素。挑选出来的债券与类似债券一起归入合适的象限里。然后，基金经理从每个象限中甄选出少数几个流动性好的债券来代表该象限里的所有债券。

创建债券投资组合后，应立即对样本投资组合进行优化和测试，以确定投资组合过去的风险和收益，以及该投资组合与要努力复制的指数有无重大差异。如果指数的跟踪差异过大，投资组合中的债券就要被替换掉。这一过程要不断进行，直到该投资组合的跟踪差异达到可接受范围内。成功的取样和优化策略，应该要求仅仅用数百只债券将跟踪差异压缩到可接受水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 国债指数

国债市场是全世界流动性最好的固定收益市场。美国国债品种每年的交易量达到数万亿美元，有数个指数跟踪美国国债市场。巴克莱提供了最热门的国债指数，被用做美国固定收益 ETF 的基准。操作这些指数的是雷曼兄弟公司，直到 2008 年雷曼陨灭。

先锋公司也在美国证券交易委员会登记了 3 个国债 ETF，这些 ETF 并不跟踪国债指数，虽然其结构非常接近。这 3 个 ETF 将成为先锋公司的开放式短期国债基金、中期国债基金和长期国债基金的一个股份类别。先锋 ETF 的样本是开放式基金的国债，其构成为这些证券品种的 40% ~50% （有关先锋 ETF 结构的详细介绍，见第三章）。

### *巴克莱国债指数*

巴克莱国债指数（Barclays Treasury Indexes）中的证券必须是以美元标价的公开发行的美国国债，必须是固定收益率、不可兑换品种。此外，入选债券的评级必须为投资级，发行面值达到或超过 2.5 亿美元。指数排除在外的是已经剥离出来的州政府和地方政府的系列债券和票息债券，各指数均采用市值加权法，指数里的证券都在每个月的最后一天更新。

巴克莱国债指数按期限区分：1 ~3 年期美国国债指数，衡量的是距到期期限大于等于 1 年、小于 3 年的所有公开发行的美国国债的表现；7 ~10 年期美国国债指数，衡量的是距到期期限大于等于 7 年、小于 10 年的债券的表现；20 年以上期限美国国债指数，衡量的是距到期期限大于等于 20 年的公开发行的美国国债的表现。ETF 的基准是上述所有指数。

有些基金公司跟踪各个巴克莱国债指数。Barclays iShares 是具体跟踪这些国债指数的唯一的 ETF 基金公司，颇具讽刺的是，他们还拥有先前的雷曼指数。美国证券交易委员会一般不允许 ETF 经理和指数提供商为同一家公司。说明书中有如下解释：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标的指数（Underlying Index）是由巴克莱资本公司确定、组成和计算的，不涉及受托人或基金份额的所有人。巴克莱资本公司没有义务在确定、组成或计算标的指数时考虑巴克莱全球基金顾问公司（BGFA）或基金份额所有人的需求。

### 通胀保值国债

通货膨胀侵蚀着投资者的投资组合购买力。通货膨胀保值国债（Treasury Inflation Protected Securities，TIPS）提供通胀的套期。

TIPS是美国财政部的直接债务，尽管它在很多方面不同于传统的国债。传统国债是接近其面值发售的，在债券的存续期间定期支付固定利息，并在到期时支付债券的面值。TIPS是以发行时的通行面值发售的，派发的利息经过了时间调整，以反映价格的上涨（通胀）或下跌（通缩），然后在到期时支付经过通胀调节的面值。

巴克莱美国TIPS指数（Barclays U. S. TIPS Index），衡量的是美国财政部公开发行的通胀保值债务的表现。该指数包含在美国发行的所有TIPS，并被纳入巴克莱全球投资公司的安硕巴克莱TIPS ETF（代码：TIP）中。

美国道富环球投资管理公司拥有跟踪巴克莱美国政府通胀挂钩债券指数（Barclays U. S. Government Inflation-Linked Bond Index）的SPDR——巴克莱资本TIPS ETF（代码：IPE）。该指数在组成上与巴克莱美国TIPS指数基本相同。具有讽刺意义的是，SSGA认同的是其竞争对手的指数。

美国先锋公司已经登记并密切跟踪了TIPS市场的一种TIPS ETF，它不属于指数基金，不会受制于一个指数（见第五章）。

## 房屋抵押贷款

政府国民抵押贷款协会（Government National Mortgage Association，GN-MA）和联邦国民抵押协会（Federal National Mortgage Association，FNMA）是政府监管的两家机构，发售代表着大量房屋抵押贷款部分所有权的转付房贷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



GNMA 房屋抵押贷款是以美国政府的高信用度作保障的。FNMA 和美国其他政府部门发行的证券并没有美国财政部的担保，但是存在隐含担保，因为在第二次世界大战之后政府成立这些机构的目的，就是为了刺激住房销售。

房屋抵押贷款的收益率高于直接政府债券的原因是，存在偿还风险。当住房所有人在利率下跌期间重新融资其抵押贷款的时候，这种风险就出现了。投资于房屋抵押贷款的投资者从抵押贷款的还款中获得收益的速度高于预期，所以只能把收入以较低的利率进行再投资。当利率上升的时候，房屋抵押贷款的还款速度很慢，投资于房屋抵押贷款的投资者被套在了低于当前市场的利率水平。

安硕巴克莱 MBS 固定利率指数基金（iShares Barclays MBS Fixed Rate ETF，代码：MBB）专门投资于房屋抵押贷款转付品种，它的基准是巴克莱抵押贷款固定利率证券指数（Barclays Mortgage-Backed Securities Fixed Rate）。

## 资产担保证券

资产担保证券是一种债券，是以各个资产池为基础发行的，或者是用大范围标的资产池所产生的现金流进行抵押的。资产池的目的是为了让原本微不足道、没有经济效益的投资变得有利可图，同时通过资产发行人的多样化来降低风险。通过贷款和租约的证券化，这些证券就能面向更大范围的投资者。这些资产池可以由应收账款组成，包括信用卡还款、汽车贷款、房屋抵押贷款、飞机租赁、权益转让使用费，甚至包括好莱坞电影收入。

目前，没有任何一种 ETF 直接跟踪资产担保市场。然而，许多大盘债券市场指数，都受到包含资产担保证券在内的固定收益 ETF 的跟踪。

## 投资级公司债券

第一个投资级公司债券 ETF 是在 2002 年 7 月发行的。iBoxx $ Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Grade Corporate ETF（代码：LQD）由巴克莱管理，合理地定价在仅仅每年0.15%的水平。

iBoxx U.S. Dollar Liquid Investment Grade 指数衡量的是一个固定数量的流动性很高，在美国交易的投资级公司债券的表现。该指数包含大约100个证券，其中有几个是扬基债券（Yankee Bonds），由国外公司发售，在美国的交易所以美元进行交易。

巴克莱有一系列公司债券指数，巴克莱短期信贷指数（Barclays Short-term Credit Index）、中期信贷指数（Intermediate-term Credit Index）和信贷指数（Credit Index），都含有各种期限的投资级公司债券。先锋公司和巴克莱银行提供以这些指数为基准的数个 ETF。巴克莱之所以把这些指数叫做信贷指数而不是公司指数，是因为其中包括了资产担保证券。信用卡债和其他类型的资产担保证券不属于直接公司债务。

## 高收益公司债券

低于投资级的公司债券叫做高收益债券或垃圾债券，这种债券是固定收益债券中的投机部分。发行垃圾债券的大部分公司都不处于最佳财务状态，而且这些公司的评级也不是被标准普尔、穆迪和其他独立信用评级机构降低到垃圾级别的。由于存在比较高的风险，即这些公司可能无法偿还其经济债务，因此高收益类型的债券以较高息票派发的形式提供高收益。各种垃圾债券集合在一起，预期能实现高于投资级债券但低于股市大盘的收益率。

2007年，iShares iBoxx $ High Yield Corporate ETF（代码：HYG）是第一个面市的高收益 ETF，它跟踪的是 iBoxx $ High Yield Corporate Bond Index。这个平均加权指数包含50只流动性好的高收益公司证券。HYG 的年管理费高达0.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 综合指数

固定收益综合指数将不同类型的债券综合，构建了一个指数。巴克莱政府/信贷指数（Barclays Government/Credit Index）包括政府债券、公司债券、资产担保证券和扬基债券（没有房屋抵押贷款）。这些指数里的所有证券都必须以美元标价，必须为固定利率且不可兑换。指数为市值加权，指数里的证券在每个月的最后一天进行更新。

有数个投资级政府/信贷指数根据债券的平均期限来划分：1～5 年期政府/信贷指数包括期限在 1～5 年之间的债券，5～10 年期政府/信贷指数包括期限在 5～10 年之间的债券，长期政府/信贷指数包括期限超过 10 年的债券。

现有几个先锋固定收益 ETF 投资于政府/信贷指数，采用的是取样技术。这些 ETF 的组成，是综合在一起能够在关键性风险因素和其他特征方面达到全部指数近似值的一组证券。

## 巴克莱综合债券指数

固定收益系列中范围最大、人气最旺的指数是巴克莱综合债券指数（Barclays Aggregate Bond Index）。这个投资级指数跟踪 7 000 多个美国国债、政府部门债券、房屋抵押贷款、公司债券和扬基债券。该指数衡量的是美国投资级债券市场的表现，包括在美国公开发售的投资级美国国债、与政府相关的债券、投资级公司债券、房屋抵押转付贷款证券、商业不动产担保证券和资产担保证券。

巴克莱综合债券指数里的债券平均期限大约为 7 年，属于中期范畴。指数里的债券还享有标准普尔评定的平均高评级——AA。综合债券指数的 70% 以上品种为美国国债、政府部门债券和政府担保房屋抵押贷款。将近 27% 为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资级公司债券，大约3%为扬基债券。

有3个ETF跟踪巴克莱综合债券指数：iShares Barclays Aggregate（代码：AGG）、先锋整体债券ETF（Vanguard Total Bond Market ETF，代码：BND）和SPDR巴克莱综合债券（LAG）。所有基金都采用同一种取样技术来复制指数。上述几个ETF的表现差异取决于基金经理的指数有效取样能力和管理费水平。安硕为其基金收取0.20%的年费，SPDR收取0.1345%，先锋仅收取0.11%。

## 市政债券ETF

iShares S&P National Municipal Bond ETF（代码：MUB）跟踪标准普尔全国市政债券指数（S&P National Municipal Bond Index）。这是一个全面指数，包含投资评级在BBB或以上的州和地方市政债券，费用比率0.25%，指数提供商为标准普尔公司。

另有几家基金公司于2007年和2008年进入了市政债券ETF市场，其中包括Powershares、道富SDPR和Van Eck Market Vectors提供的产品。所有基金都跟踪订制为更大流动性的指数，这些基金的管理费为0.20%~0.30%。

## 国际性固定收益ETF

第一个国际性和全球性固定收益ETF，是于2007年夏季在美国证券交易委员会登记的：SPDR巴克莱国际性国债ETF（SPDR Barclays International Treasury Bond ETF，代码：BWX）和SPDR巴克莱全球TIPS ETF（SPDR Barclays Global TIPS ETF，代码：WIP）。这两个品种都很热门，截至2009年，BWX吸引了7亿美元的资产，WIP吸引了1.75亿美元。

进入国际性固定收益领域的其他角色包括两款新兴市场债务品种：安硕JPM新兴市场债券ETF（iShares JPM Emerging Markets Bond ETF，代码：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



EMB）和 PowerShares 新兴市场债务（PowerShares Emerging Market Debt，代码：PCY）。EMB 收取 0.50% 的管理费，而 PCY 收取 0.60%。虽然这些基金相对于美国债券基金来说都很贵，却比主动投资策略下的新兴市场债务基金要便宜得多。

## 优先股 ETF

除了公司债券之外，金融公司常常发行优先股。优先股在公司资产负债表上位于固定收益和普通股权益之间。优先股跟公司债券一样，要支付很高的季度收益，但是该收益可能会享受到国税局的优惠税收待遇。

优先股的红利有可能在发行公司未出现违约的情况下，减少或取消，这就把优先股放在了经济下滑期间的危险境地。例如，2009 年 3 月，优先股 ETF 的价格比新发行价下跌了 75% 以上，原因是市场对银行将会取消优先股红利的担忧。

跟普通股一样，优先股代表的是一家公司的部分所有权，虽然优先股持有人并不享有普通股持有人的投票权。与普通股不同的是，优先股得到的是不会波动（除非被减少或取消）的固定红利。从这个意义上说，它就像是债务。然而，与债务证券不同的是，优先股的红利派发一般必须由发行公司的董事会宣布。发行公司的董事会一般并没有义务支付红利（即便在这种红利已经有了累积的时候），而且可以在任何时候暂停优先股的红利派发。

拥有优先股的好处包括来自红利的高收益。由于优先股的投资者在强弱排序上不如债券持有人，他们应该获得更多的收益。虽然该红利有可能被减少或取消，优先股持有人总是能在普通股持有人之前获得红利。第二个好处是税收优惠。合格红利所得型（Qualified Dividend Income，QDI）优先股所派发的红利享受税收优惠。红利的税率与普通股红利相同，即不超过 15% 的联邦税率。但是，投资者要当心自己买入的是什么——并非所有优先股都适用 QDI。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



PowerShares Financial Preferred Portfolio（代码：PGF）是以 Wachovia Hybrid & Preferred Securities Financial 指数为基准的。该指数包含 30 个证券。ETF 就该指数进行取样，并尽量只用 QDI 优先股。

PGF 的独特之处在于，PowerShares 体现了 QDI 优先股的好处。然而，它有两个缺点：

1. 管理费很高，每年为 0.6%。高额管理费是很难让人接受的，因为这些证券产生资本升值的希望很小。
2. QDI 优先股是由金融板块发行人主宰的，也就是说投资组合缺乏行业的多样性。这种金融产品集中性在 2008 年和 2009 年证明代价巨大。

iShares S&P U. S. Preferred Stock（代码：PFF）是以标准普尔美国优先股指数（S&P U. S. Preferred Stock Index）为基准的。PFF 的行业多样性大于 PowerShares 基金，成本也比较低（0.48%）。然而，它的最大缺点是，只有大约半数的证券适用于 QDI。该指数包括信托优先证券和各种其他混合品种。在应税账户持有该基金的投资者，需要为该部分缴纳一般所得税。

## 固定收益 ETF 清单

表 14.1 提供了在美国交易所可以获得的老牌固定收益 ETF 清单。可以选择的基金有不少，虽然很多基金都有重叠。新的基金应该会在未来的一年里面市，从而该清单会更长。要想及时了解最新品种，请访问附录 B 中所列的网站。若要获得所有固定收益 ETF 的清单，请访问 www. etfguide. com 或 www. indexuniverse. com。

附录 A 是表 14.1 中用于每个指数的证券选择和权重方法的缩略语诠释。有鉴于公众通过 ETF 公司从每个基金的说明书中所获得的信息，证券选择和权重方法是最佳选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 14.1　固定收益 ETF 基金举例

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 国债—短期 | iShares Barclays Short U. S. Treasury | SHV | 0. 15% | 短期美国国债 | | P S | C A |
| 国债—短期 | iShares Barclays 1 – 3 Yr U. S. Treasury | SHY | 0. 15% | 1 ~ 3 年期美国国债 | | P S | C A |
| 国债—中期 | iShares Barclays 3 – 7 Yr U. S. Treasury | IEI | 0. 15% | 3 ~ 7 年期美国国债 | | P S | C A |
| 国债—中期 | iShares Barclays 7 – 10 Yr U. S. Treasury | IEF | 0. 15% | 7 ~ 10 年期美国国债 | | P S | C A |
| 国债—长期 | iShares Barclays 10 – 20 Yr U. S. Treasury | TLH | 0. 15% | 10 ~ 20 年期美国国债 | | P S | C A |
| 国债—长期 | iShares Barclays 20 + – Yr U. S. Treasury | TLT | 0. 15% | 20 年以上期限美国国债 | | P S | C A |
| 通胀保值 | iShares Barclays TIPS | TIP | 0. 20% | 美国国债 TIPS | | P S | C A |
| 通胀保值 | SPDR Barclays Capital TIPS | IPE | 0. 18% | 巴克莱美国国债 TIPS | | P S | C A |
| 房屋抵押贷款 | iShares Barclays MBS Fixed Rate | MBB | 0. 25% | 美国 MBS 混合利率 | | P S | C A |
| 政府/信贷—中期 | iShares Barclays Intermediate Government/Credit | GVI | 0. 20% | 中期美国政府/信贷 | | P S | C A |
| 政府/信贷—长期 | iShares Barclays Government/Credit | GBF | 0. 20% | 美国政府/信贷 | | P S | C A |
| 政府/信贷—短期 | Vanguard Short Term | BSC | 0. 11% | 巴克莱 1 ~ 5 年期政府/信贷 | | P S | C A |
| 政府/信贷—中期 | Vanguard Intermediate Term | BIV | 0. 11% | 巴克莱 5 ~ 10 年期政府/信贷 | | P S | C A |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 跟踪指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 政府/信贷—长期 | Vanguard Long Term | BLV | 0.11% | 巴克莱长期政府/信贷 | | P S | C A |
| 综合债券 | Vanguard Total Bond Market | BND | 0.11% | 巴克莱美国综合 | | P S | C A |
| 综合债券 | SPDR Barclays Aggregate Bond | LAG | 0.13% | 巴克莱美国综合 | | P S | C A |
| 综合债券 | iShares Barclays Aggregate | AGG | 0.20% | 巴克莱美国综合 | | P S | C A |
| 公司—短期 | iShares 1 -3 Yr Credit | CSJ | 0.20% | 1～3 年期美国信贷 | | P S | C A |
| 公司—中期 | iShares Barclays Intermediate Credit | CIU | 0.20% | 中期美国信贷 | | P S | C A |
| 公司—中期 | iShares iBoxx $ Investment Grade Corporation | LQD | 0.15% | iBoxx U. S. Dealer Liquid 投资级 | | P S | C A |
| 公司—长期 | iShares Barclays Credit | CFT | 0.20% | 美国信贷 | | P S | C A |
| 公司—高收益 | iShares iBoxx $ High Yield Corporate | HYG | 0.50% | iBoxx $ Liquid 高收益 | | P S | X M |
| 优先股 | iShares S&P U. S. Preferred Stock | PFF | 0.48% | 标准普尔美国优先股 | | P S | C A |
| 优先股 | PowerShares Financial Preferred | PGF | 0.60% | Wachovia Hybrid & Preferred Financial | | P S | C A |
| | **固定收益 ETF 平均管理费** | | | 0.19% | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 小 结

在你的投资组合中获得固定收益风险敞口的一个途径是，投资于跟踪大盘债券市场指数的一个债券 ETF。可是，与繁荣的证券 ETF 市场相比，固定收益 ETF 的数量非常少。此外，有些 ETF 相互重叠。有 3 家基金跟踪巴克莱综合债券指数。幸运的是，供应商们已经开始把重点放在这一重要的投资领域，开始推出创新产品。优先股、高收益债券、市政债券和国际性债券 ETF，都是近年来的创新领域，更多的创新品种不久就会面市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第十五章

# 商品和货币 ETF 基金

ETF 的发行品种，已经远远超出了股票和债券指数的范围。现在，已经有了数个另类资产类别的基金，包括具体的商品、商品期货、期货指数和外汇，这些新产品在投资组合管理中正在发挥着更大的作用。

在你的投资组合中增加一个类似商品的另类资产类别的好处是，这种资产从长期来说，往往会表现出与传统型股票和债券投资品种之间的很低的相关性（见第十七章）。两个资产类别之间的低相关性意味着，其中一个资产价格上涨的时候，另一个资产价格也许会也许不会随着上涨，它还有可能朝反方向变动。这就降低了整个投资组合的波动性。

此外，各个商品板块彼此之间的相关性往往很低。因此，这里的理念是，通过一个商品期货指数实现的多种商品的多样化，有可能比拥有单一商品 ETF 基金更加有利。

在投资组合中包含商品类投资产品的缺点有很多，商品投资的成本相对于股票和债券而言很高，商品缺乏实际预期长期收益（没有通胀调整后收益），而且商品和期货产品的税收效率很低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 商品基础知识

商品是我们每天都会使用到的普通产品，比如食品、原材料以及与能源相关的物品。食品包括食糖、玉米和燕麦等，原材料包括钢、铝等，能源类交易产品包括原油、天然气和电力。另一个类别包括贵金属，比如黄金，制造价值微乎其微，还有白银，制造价值略高些。综合在一起，这些资源构成了全球商品市场，并以以下方式进行分类：

- 能源：原油、燃料油、天然气、电力。
- 工业：铜、钢、棉花。
- 贵金属：黄金、铂、白银、铝。
- 家畜：活牛、瘦猪。
- 谷物和植物油：玉米、大豆、小麦。
- 软货物：可可、咖啡、橙汁、食糖。

全球商品市场是宽无边、深无底。几乎在全世界每一个国家，商品往往都是挖掘、制造或者种植出来的，而这就产生了数百个市场和全世界范围内的交易。每周 7 天、每天 24 小时，都有商品在某个市场的买入、卖出。如果你想在星期天晚上 10 点买一盎司黄金，那也可以。如果你想在星期二凌晨 3 点买进 1 万包棉花，你只需要拿起电话，或者在你的电脑上点击几下。

从定义上说，“商品”一词的意思是“富庶”。虽然有些商品可能比较稀有，但是商品供给有很多，而且更多的商品可以被种植、挖掘或者制造出来。行业板块里的偶尔缺货会造成价格的短暂上窜，但是这种短缺往往都会随着时间的流逝而边缘化。如果玉米的价格因为乙醇厂商的需求增长而上升的话，农民就会在下一季种植更多的玉米，并且会持续种玉米，直到供大于求，价格再次下跌（连同油价一起）。如果建筑业的兴旺造成了钢的短缺，钢价格就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



会上涨，厂商就会开采更多的铁矿，小钢厂就会回收更多的边角碎料，新的厂商就会在全世界上线开工；然后，建筑业的兴旺会结束，钢价会跳水。只要某种商品的价格足够高，产生的利润足够大，当前的供应商就会提高生产或者收割数量，新的竞争者就会带来更多供给。

新供应商品有可能需要数年的时间才能满足市场需求，创业成本很高，新贮藏的发现需要时间，但是供给最终都会赶上来，商品价格最终都会降下来。价格的大幅上升对于长期商品生产商来说，往往不是好事，因为在大部分情况下，价格的大幅上升最终会导致供过于求，而这就会导致价格的猛跌和经营的亏损。这就是经济从繁荣走向破灭的本质。商品投资新手们已经在2008年痛苦地意识到了这一从繁荣到破灭的本质——当年的商品价格在6个月的时间里狂跌了大约60%。

### 现货与远期合约

从实操角度论述商品和货币 ETF 基金时，我们有必要讨论一下实物商品和即期价格，以及对未来商品和远期价格的要求。

大部分实物商品的交易并不是个人可以考虑的一个选择，除非你拥有一个大粮仓可以储存1万蒲式耳玉米，或者有个大油库可以贮藏1 000加仑原油，否则大部分商品的直接投资都是不切实际的。也有例外情况，比如黄金和白银，但这是例外，并非惯例。为了使商品投资实际可行，大部分人都投资于锁定未来价格的合约，这种合约就是期货、远期或其他品种。

商品期货并不代表着直接拥有实际商品。期货是由交易所统一制定的，规定在将来某一特定时间和地点交割一定数量标的物的标准化合约。买入合约只需要很小一笔钱，这就为商品期货投资者提供了巨大的杠杆率。

期货价格不同于即期价格，虽然即期价格被用来预测未来价格。期货价格从当前即期价格开始，然后调整利率因素，也就是影响供需形势的季节性变化，以及可能发生的储存费用和其他持有成本开支。

如果即期价格预期会在期货合约到期时远远高于当前的价位，那么当前的期货价格就会定在一个相对于当前即期价格而言很高的价格水平上，这就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



叫做溢价（Contango）市场。低于预期的未来即期价格会表现为很低的当前期货价格，这就叫做逆价（Backwardation）市场。图 15.1 显示的是石油期货溢价和逆价市场的一个举例，假设预期即期石油价格为每桶 60 美元。

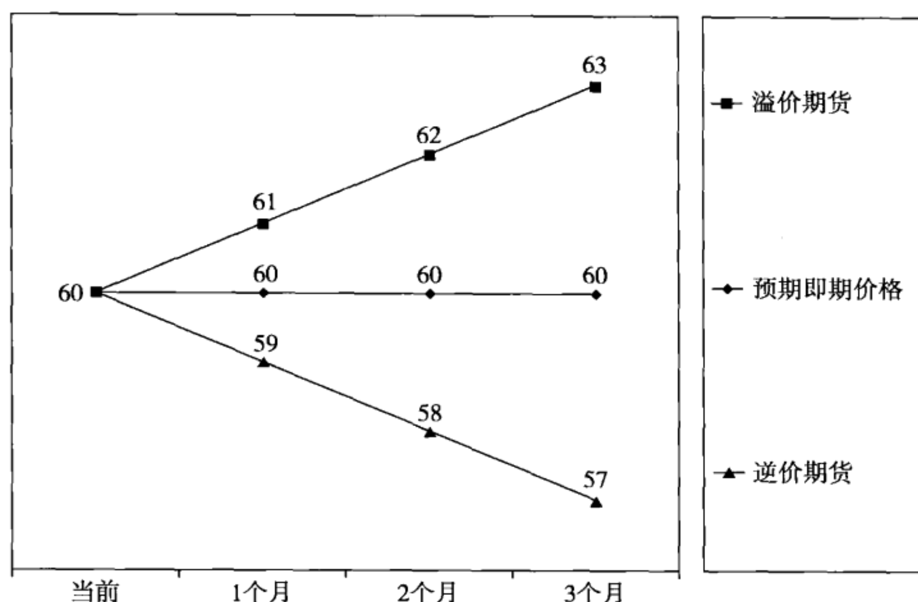



**图 15.1 溢价和逆价市场的石油期货价格**

当商品期货处于逆价时，买入低价格期货合约、以现金买入国债，是可以获利的。相对于以即期价格买入商品，然后等待价格上涨而言，这时的收益更高。

当商品期货处于溢价时，这个道理反过来同样成立。相对于通过溢价买入期货来买入这些商品的做法而言，买入实物商品、现金付款的做法成本更低。这时，会产生一个持有实物商品的费用，但这一费用低于期货合约的溢价水平。

### *投资期货是不是轻松赚钱?*

有关投资商品期货的价值问题，争论极其激烈。有些研究表明，其收益与股票相当，尽管即期市场的收益并没有实现这种水平。还有些学术研究显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



示，期货收益率往往更加接近通货膨胀率。问题在于研究的时间段，以及谁在进行这种研究。许多最近的研究表明，高收益率集中在过去的 20 年左右。还有些研究则显示出低得多的收益率。

从逻辑上说，如果商品期货一半处于溢价，一半处于逆价，那么无论是购买现货还是期货，都不应该有什么优势。不管你是买入实物商品并储存起来，还是买入期货合约并把现金投入短期国债，总收益应该是相同的。

投资于期货 ETF 必须将合约从一个月展期到下一个月，以免若干加仑的石油在期货到期日出现的基金公司的门口。展期收益率可能是正数，也可能是负数，取决于前一个月的期货价格与近期期货价格之间的关系。简单地说，如果第二个月的合约比第一个月的合约价格低（逆价），期货的买方就赚到了一笔利润；如果第二个月的合约比第一个月的合约价格高（溢价），期货的买方就赔钱了。

多年来，能源期货的买方因为石油市场陷入逆价阶段而赚了钱。根据巴克莱资本公司的数据，从 1983 年到 2007 年，石油在大约 57% 的时候属于逆价状态。然而，在 57% 时赚到的利润，在 2006 年市场进入溢价的时候变成了亏损。ETF 基金投资者受到了伤害。美国石油基金（The United States Oil Fund，代码：USO）是美国市场上的第一个原油 ETF。USO 于 2006 年 4 月 10 日开始交易，价格为 68.25 美元，与当时的每桶石油价格基本相同。该基金在一年后的收盘价格为 52.01 美元，表明下跌了 23.8%。然而，同期的美国原油基准价格仅仅温和下跌了 6.5%。USO 的大部分额外亏损的原因是，进入溢价状态的原油期货市场所产生的负展期收益。

谁都说不准石油市场会保持溢价状态多久，无论持续多长时间，基于商品期货的 ETF 基金投资者们，都将承担负展期收益的额外费用。

## 商品 ETF

商品实际上就是一种交易载体，不是长期投资载体。时机就是一切，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过去的 30 年里，商品价格只出现过两次大幅攀升。第一次发生在 20 世纪 70 年代的高通胀年份，与美国发布固定黄金价格同期；第二次发生在新千年的第一个 10 年期间。图 15.2 显示了从 1977 年到 2006 年通胀调整后的黄金和石油价格。两个峰值在图中十分明显。石油价格到了 2009 年已经跌回到了其通胀调整水平，而黄金价格已经开始下滑。黄金价格的下跌幅度往往在较大价格攀升之后滞后于石油价格的跌幅。

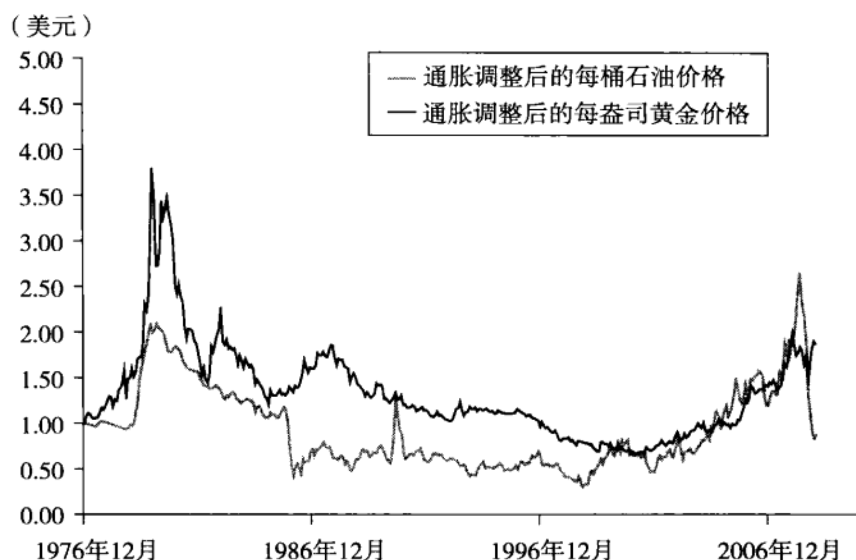



**图 15.2 1977 年以来的通胀调整后的石油和黄金价格**

资料来源：Commodity Research Bureau.

时机感很强的投资者从商品中赚到的利润，有可能有机会超过单纯涉足股票和债券，但这可不是容易办到的。尽管如此，在 2000 ~ 2007 年这段时间，商品价格的上涨引发了个人以及指数供应商的巨大兴趣，而 ETF 基金公司则乐于满足其投资资金需求。不幸的是，这些入局很晚的个人在 2008 年受到了重创。

### *石油 ETF*

USO 的投资目标是，要使其基金单位的资产净值反映西得克萨斯中质原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



油（West Texas Intermediate，WTI）的即期价格的表现。USO 主要投资于石油期货合约，致力于实现其综合资产净值在任何时候都接近石油期货合约的出色价格表现。我们前面说过，期货并不一对一地跟踪即期价格。

iPath 标准普尔 GSCI 原油总收益 ETN（代码：OIL），跟踪 WTI 原油期货非杠杆投资的表现，外加用抵押资产投资于国债所赚取的收益。

德意志银行石油基金（PowerShares DB Oil Fund，代码：DBO）努力跟踪德意志银行高流通商品指数——最优收益能源超额收益指数（Deutsche Bank Liquid Commodity Index—Optimum Yield Energy Excess Return Index）的表现。好绕口的名称！这是一个基于规则的指数，其构成为全世界一部分交易活跃的能源商品期货合约。

巴克莱 iPath 石油 ETN（代码：OIL），跟踪投资于期货合约的高盛原油总收益指数（Goldman Sachs Crude Oil Total Return Index）。ETN（交易所交易票据）是与债务挂钩的投资工具，其交易与传统的 ETF 基金十分相似。主要的区别在于，ETN 并不实际持有标的商品或商品期货。ETN 是巴克莱 PLC 的高级债务票据，巴克莱承诺支付与标的商品指数完全相同的收益，减去每年 0.75% 的费用率。

买入近期期货并在到期时展期至下一个近期合约的基金，在市场处于溢价状态时，有可能会让投资者付出一大笔钱。避免这种损失的一个办法是，买入拥有较长期限的期货合约。美国 12 个月石油基金（U.S. 12-month Oil Fund，代码：USL）即买入延期 12 个月的石油合约的等同仓位。合约展期有助于降低溢价市场对投资组合的影响，从而在高溢价市场期间提高投资者的收益。

## 黄金和白银ETF

streetTRACKS Gold Shares（代码：BLD）为投资者提供了进入黄金市场但无须实物黄金交割，并通过在受监管的股票交易所交易证券的方式买入、卖出该权益的一个途径。该信托基金持有黄金，发售用来交换黄金储备的篮子，并按照篮子的赎回要求派发黄金。每个 ETF 基金份额都代表着一金衡制盎司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



黄金的1/10，由金库里贮藏的金条担保。信托基金的投资目标是要让基金份额体现金条价格的表现，减去0.40%的费用。

iShares Comex Gold Trust（代码：IAU）相当于一金衡制盎司黄金的1/10。ETF 基金的受托人，即纽约银行，将根据当天公布的 Comex 即期月黄金期货合约的结算价格来评估信托基金的黄金价格。基金的份额将体现信托基金所拥有的黄金的价格，减去费用和负债（年管理费是0.40%）。

iShares Silver Trust（代码：SLV）是用实物白银担保的，每个份额约等于10盎司白银。信托的监管人是摩根大通，虽然白银本身存在英格兰银行的金库里，年管理费是0.50%。

通过 ETF 基金直接拥有黄金和白银有若干缺点，由于信托基金没有收入，费用的支付是通过清算基金的一部分资产，这就是说要卖出0.40%的黄金信托基金和0.50%的白银信托基金。结果，随着时间的推移，每个份额的权益将会代表越来越少的黄金和白银。如果不创建新的份额，以每个份额0.1盎司起步的黄金基金，在10年以后就会变成每个份额价值略高于0.095盎司。顺便说一句，对于美国投资者来说，为了支付费用而进行的销售属于应税项目。

说到税收，直接投资于黄金和白银的第二个缺点就是，在你获利卖出份额的时候所承担的较高的税负。与持有超过一年时间的证券 ETF 基金所产生的资本收益最高15%税率不同的是，黄金和白银投资被认为是收藏品投资。因此，收益的税率是较高的28%最高资本收益税率。记住：要咨询你的税务顾问，以了解适时税法的变化。

你可以用期货合约基金来投资贵金属，有3个 PowerShares 基金以贵金属期货为基准。德意志银行黄金基金（PowerShares DB Gold Fund，代码：DGL）以德意志银行高流通商品指数基金——黄金（Deutsche Bank Liquid Commodity Index—Gold）为基础，德意志银行白银基金（PowerShares DB Silver Fund，代码：DBS）以德意志银行高流通商品指数——最优收益白银超额收益指数（Deutsche Bank Liquid Commodity Index—Optimum Yield Silver Excess Return Index）为基础，德意志银行贵金属基金（PowerShares DB Precious Metals Fund，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



代码：DBP）以德意志银行高流通商品指数——最优收益贵金属超额收益指数（Deutsche Bank Liquid Commodity Index—Optimum Yield Precious Metals Excess Return Index）为基础。这几个基金都是基于规则的指数基金，构成为黄金和白银期货合约。这些基金的管理费是0.79%。

## 商品指数

商品共同基金是投资于商品总收益指数的衍生产品，因此，投资于这些基金的投资者，必须理解商品指数是如何创建的。市场上有很多相互竞争的商品总收益指数，跟股票指数一样，每个商品指数供应商都有自己的计算收益的方法，都有自己的理由相信其系统优于所有其他人的系统。

衡量商品期货价格的4个热门指数是标准普尔的GSCI（GSCI）、道琼斯－UBS商品指数（Dow Jones-UBS Commodity Index，DJ-UBSCI）和德意志银行指数（DB LCI）。这些指数之间的最重要区别在于，各自为不同商品板块进行加权的方法和这些板块的定期再平衡方法。

“指数”一词在本章的使用，比策略证券指数的应用还要随意。所有商品指数在某种意义上都是一种策略，至少有一个商品指数提供商，根据自己对市场的看法持续地变更其指数中各种商品的权重。有些指数提供商每年进行一次再平衡，以体现全球商品生产或消费水平的变化。还有些指数供应商根据事先制定的指数规则，定期安排权重的再平衡调整。

本节描述的商品指数都是期货价格指数，这些指数体现的是商品期货价格的变化，而不是商品价格的变化，这里有着重大差别。有很多因素都在驱动着每个市场，即期价格可以很平稳，而期货价格却可能上蹿下跳，反之亦然。如果你看到燃气的价格出现跳跃式上升，这并不能肯定你的商品基金正在赚钱。

总收益指数的设计目的，是要复制全面抵押的商品期货的收益。总收益是商品期货的价格收益，加上接近到期的旧期货合约与合约展期到下个月的当天的新期货价格之间的价差，再加上抵押物所在的国债的收益。从本质上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



说，跟踪商品指数的所有 ETF，都是以总收益指数为基础的，而收益依据的是前面提及的公式。

### 标准普尔 GSCI 总收益指数

标准普尔 GSCI 是高盛于 1991 年创建的，被普遍认为是最受追踪的商品基准指数。2007 年，高盛把指数方法和权利卖给了标准普尔。该指数采用的是世界生产加权法，也就是说，指数中每种商品的数量都是用过去 5 年可获得数据的平均产值来确定的，并经过了流动性的调整。权重每年重新设定，并于 1 月 1 日生效。

标准普尔 GSCI 指数跟踪 24 个商品的价格，依据的是市场总值，其中有 6 个能源产品、5 个工业金属、8 个农产品、3 个家畜品和 2 个贵金属。标准普尔 GSCI 的方法所产生的指数，把大量权重放在能源上，因为全球生产的石油的价值主宰着所有其他商品的价值。原油价格的一个小小的涨幅就会对标准普尔 GSCI 指数产生重大影响。

安硕标准普尔 GSCI 商品指数化信托（iShares S&P GSCI Commodity-Indexed Trust，代码：GSG）寻求的是总体上体现标准普尔 GSCI－ER 指数（S&P GSCI-ER Index）在扣除费用和负债之前的表现。GSG 用商品期货来实现这一目标。iPath 标准普尔 GSCI 总收益指数 ETN（iPath S&P GSCI Total Return Index ETN，代码：DJP）也是与标准普尔 GSCI 总收益指数（S&P GSCI Total Return Index）挂钩。与其姐妹产品不同的是，DJP 提供的是采用巴克莱银行 PLC 发行的无抵押债务的收益风险敞口。

### 道琼斯－UBS 商品指数

道琼斯－AIG 商品指数（DJ-AIG Commodity Index，CI）策略于 1998 年创建，有大量的个人和机构投资者跟踪。该指数产生于 20 个不同商品期货的走势，该指数还有一些子项指数。

在 2009 年陷入金融窘境时期，AIG 将其商品指数业务卖给了 UBS。一般来说，随之而来的是名称的改变。2009 年 5 月，AIG 的名称在这个商品指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



家族中被 UBS 取代。

DJ－UBSCI 并不是一个基准指数，因为它并不衡量商品期货大盘市场的价值的盈亏情况。相反，该指数是一种投资策略，该指数有严格的规则来设定各行业板块和证券的固定权重。任何一个商品板块在年初的时候都不得超过33%的仓位（例如能源），板块中的任何一个商品都不得超过该板块的15%或指数的2%（例如 WTI 原油）。指数的权重在每年 1 月份进行再平衡。根据假设数据，道琼斯声称它的投资策略的表现，超出了商品期货的被动型基准。

iPath 道琼斯－UBS 商品指数总收益 ETN（iPath Dow Jones-UBS Commodity Index Total Return ETN，代码：DJP）与道琼斯－UBS 商品指数总收益指数挂钩。它的设计目的是，实现构成该指数的实物商品期货合约的投资收益，加上投资于指定国债的现金抵押物所赚取的利息，未扣除管理费。

### *德意志银行高流通商品指数*

德意志银行高流通商品指数创建于2003年，其初衷是要体现一批流动性最大的全球交易商品的表现。该指数中的商品为设定权重，包括原油（35%）、燃料油（20%）、铝（12.5%）、玉米（11.25%）、小麦（11.25%）和黄金（10%）。包括在指数里的每种商品的比例，总体上与全世界的生产和股票的历史水平成比例。德意志银行表示，有限的商品数量并不重要，因为相同行业板块里的商品的价格走势往往具有很高的相关性。

德意志银行商品指数跟踪基金（PowerShares DB Commodity Index Tracking Fund，代码：DCB）依据的是德意志银行高流通商品指数的最优收益版。该指数有个不同寻常的再平衡政策：能源期货的仓位，也就是 WTI 原油和燃料油，每个月进行再平衡，而其他 4 种合约的仓位每年再平衡一次。这种双轨再平衡政策，据说可以提高展期的收益，或降低期货合约展期所产生的负面影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 新基金的进展

商品指数基金品种的一个自然进展，是从基于大盘指数转向行业板块或子项板块。BGI 将要管理两个行业板块基金：安硕 GS 商品工业金属指数信托（iShares GS Commodity Industrial Metals Index Trust），跟踪一个由铜、铝、锌、镍和铅期货构成的生产权重法指数；安硕 GS 商品家畜指数化信托（iShares GS Commodity Livestock Indexed Trust）的设计目的，是要提供商品领域中家畜部分的风险敞口。

压低能源比重是另外两个 BGI 基金的目标：安硕标准普尔 GS 商品光能指数化信托（iShares S&P GS Commodity Light Energy Indexed Trust），将标准普尔 GSCI 的能源风险敞口从 77% 减少到仅仅 39%；安硕标准普尔 GS 商品非能源指数化信托（iShares S&P GS Commodity Non-Energy Indexed Trust）更进一步，彻底将能源排除在外，从而投资者可以跟踪商品总收益指数中非能源部分的表现。

2008 年剧烈动荡的商品市场，导致了第一批空头基金的诞生。新的 ETN 与德意志银行高流通商品指数和德意志银行高流通商品指数——最优收益挂钩。顾名思义，这些 ETN 要加倍做多、做空和加倍做空，也就是指数的每月逆向表现的两倍。空头基金包括：DB 商品加倍空头 ETN（DB Commodity Double Short ETN，代码：DEE）、DB 商品加倍多头 ETN（DB Commodity Double Long ETN，代码：DYY）、DB 商品空头 ETN（DB Commodity Short ETN，代码：DDP）和 DB 商品多头 ETN（DB Commodity Long ETN，代码：DPU）。

## 商品 ETF 的缺点

在投资组合中持有商品类产品有几个缺点，其中包括投资于该资产类别的成本、该资产类别实际预期长期收益的缺乏和商品与期货税收效率的低下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



商品 ETF 的平均投资成本为每年 0.75%（参见表 15.2）。这样，商品 ETF 就成了所有 ETF 品种中最昂贵的一个。

### 没有实际收益的资产类别

商品投资的倡议者推崇，在股票和债券投资组合中增持这一资产类别的多样化好处，因为它降低了整体投资组合的风险。但是，商品 ETF 是不是良好的投资品种呢？

从长期来说，实物商品和具体商品期货的投资所产生的收益，在扣除税收和费用之前与国债基本相同。最近证实这一比较结果的是，西部信托公司（Trust Company of the West）的克劳德·B·厄尔布（Claude B. Erb）、杜克大学（Duke University）和国家经济研究局（National Bureau of Economic Research）的坎贝尔·R·哈维（Campbell R. Harvey）。在他们的研究报告“商品期货的战术和战略价值”中——发表于 2006 年 1 月 12 日，厄尔布和哈维回顾了商品研究的历史，计算了他们自己的数据。他们的结论认为，“从历史上说，具体商品期货所产生的平均年化超额收益大约为零。”

我认为，对于兴趣在于被动投资组合管理（见第十七章）的投资者来说，商品并不构成良好的长期投资。降低投资组合风险是个崇高的目标，但并非无须付出较低预期收益的代价。华尔街有一句话完全适用于我对长期投资于商品的看法：“靠风险调节收益，是吃不饱饭的。”

在有些投资者的投资组合中，商品是有位置的。商品基金对于希望采用主动投资策略的投资者来说，是非常好的交易工具（见第十九章）。如果你的时机掌握得好，用商品 ETF 和 ETN 是可以赚到大钱的。

### 税收问题

商品投资者需要意识到税收问题。商品期货的收益是无法递延的，国税局要求所有合约在年底时按市值标价，其影响与卖出合约一样。该要求包括 ETF 基金中所含的期货合约，但不适用 ETN 投资（见第三章）。

一个会计年度或从市值标价中产生的任何收益或亏损，都需要缴纳 60%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的长期、40% 的短期收益税，无论持有的时间长短。这就构成了最高 23% 的资本收益税率——如你在前面所看到的高于股票，但低于收藏品。利息收入也要纳税，因为它是直接转入的。

税法变得很快，在你采取任何有可能影响到你的国税 1040 报表的投资行动之前，都要咨询你的税务顾问。

## 货 币

机构投资者传统上一直主宰着货币市场。有了 ETF 和 ETN，个人投资者现在可以轻而易举地投资于某个基金——该基金的唯一目标就是要体现基金所持有货币的价格。

交易所交易投资组合产生的利率很低，而资金又在信托基金持有，但是主要的吸引力仍然是货币风险敞口。如果某个基金持有的货币相对于美元而言升值了，而某个股东卖出了份额，那么股东就赚到了一笔利润。如果某个基金持有的货币相对于美元而言贬值了，而某个股东卖出了份额，那么股东就发生了亏损。

### *货币ETF*

2005 年 12 月，莱德斯投资公司（Rydex Investments）在纽约股票交易所推出了第一个货币 ETF——欧元货币信托（Euro Currency Trust）。从那以后，莱德斯还推出了以其他货币为基准的更多的 ETF，这些货币 ETF 包括美国许多最大的交易伙伴。每个 ETF 都在摩根大通银行的一个海外分支持有一个不同的外国货币。这些基金根据美联储午间买入价跟踪其标的货币的价格。

德意志银行美元牛市基金（PowerShares DB US Dollar Bullish Fund，代码：UUP）和德意志银行美元熊市基金（PowerShares DBUS Dollar Bearish Fund，代码：UDN），依据的分别是德意志银行多头美元期货指数（Deutsche Bank Long USD Futures Index）和德意志银行空头美元期货指数（Deut-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



sche Bank Short USD Futures Index)。USDX 期货合约的设计目的，是要复制做多或做空美元兑其他货币的表现——欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎。

- 巴克莱银行于2007年5月扩大了它的ETN队伍，推出了3个货币基金：iPath 欧元/美元（iPath EUR/USD，代码：ERO）、iPath 英镑/美元（iPath GBP/USD，代码：GBB）和 iPath 日元/美元（iPath JPY/USD，代码：JYN）。这些票据分别提供了欧元、英镑和日元的风险敞口。

ETN 按照国外的通行利率赚取利息收入，再减去0.40%的管理费。然而，你并不能拿到现金。我们在第三章中讲过，ETN 不派发红利或任何利息——这些都是总收益载体。票据的价值随着时间的流逝而上升。相比之下，CurrencyShares 每月派发有可能需要缴纳一般所得税的红利。表15.1是一个虚构举例，比较了 iPath 票据派发的利息和 CurrencyShares 派发的利息。

**表 15.1 iPath 和 CurrencyShares 利息比较**

| 货币基金比较 | 利　率 |
|---|---|
| iPath 英镑/美元（GBB） | 5.0% |
| CurrencyShares 英镑信托（FXB） | 4.9% |
| iPath 欧元/美元（ERO） | 3.6% |
| CurrencyShares 欧元信托（FXY） | 3.5% |
| iPath 日元/美元（JYN） | 0.3% |
| CurrencyShares 日元信托（FXY） | 0.2% |

资料来源：www.indexuniverse.com，2007年5月8日数据。

这一产品有一段非常有趣的历史。iPath ETN 最初推出时的卖点是，具有长期收益方面的税收优势。巴克莱银行相信，它的货币 ETN 对于其指数来说是事先付款的合约。根据这一观点，ETN 投资者不需要缴纳任何税，直到他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们卖出或者赎回票据，而这种收益将适用于长期资本收益税率（目前为最高 15%）。

相比之下，美国国税局认为，任何所有货币收益都是一般所得。这就意味着 CurrencyShares ETF 的任何所有收益都适用于一般所得税，其税率目前为 35%。

因此，如果你在 CurrencyShares 投资 1 000 美元，然后在一年后以 1 080 美元的价格卖出基金，加上赚取的 20 美元利息，你就必须把那 100 美元收益视同一般所得。税收要吃掉 35 美元——假设适用 35% 的联邦税率。这样，税后收益就是 6.5%。用这个数字来比较买入 1 000 美元 iPath 货币票据，然后以 1 100 美元价格（嵌入了利息）卖出的情形：你必须把那 100 美元收益视同长期资本收益，其税率是 15%。这样，税后收益就是 8.5%。

美国国税局没有让巴克莱银行如愿。如果你买了一只 iPath 货币基金，你就适用一般所得税率——只有这些 ETF 适用于一般所得说。

## *多头／空头货币投资*

德意志银行 G10 货币收割基金（PowerShares DB G10 Currency Harvest Fund，代码：DBV）是一个非常有趣的货币/利率 ETF，该基金的基准是德意志银行 G10 货币收割指数（Deutsche Bank G10 Currency Harvest Index）。这一指数的构成是，与最高利率相关的 3 个 G10 货币的多头期货合约，以及与最低利率相关的 3 个 G10 货币的空头期货合约。将现金投入到美国政府债券市场。该基金不会创建美元的多头或空头期货仓位，因为那是基金的本国货币。该指数每个季度对利率进行再估值，并根据评估结果重新设定期货合约的权重。

在每次重新设定权重之后，指数会立刻反映 2∶1 杠杆率的 3 个多头期货合约和 3 个空头期货合约的投资。通过进入多头和空头仓位，指数预期会提供比仅仅持有多头货币仓位或仅仅持有空头仓位更加恒定、波动性更小的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 期货 ETF 的未来

目前，ETF 提供商正逐步发行以新的、非常有趣的另类资产类别指数为基准的新产品，这类产品发展的关键在于，基金公司正在努力推出的产品是否享有一个活跃的衍生品市场。如果有一个活跃的衍生品市场，就可能出现成功交易中的 ETF。

未来会有哪些新的进展呢？跟踪你所在城市的住房平均市场价格的共同基金会如何？凯斯席勒（Case-Schiller）指数代表着全美 10 个主要都市地区的住房价格走势：波士顿、芝加哥、丹佛、拉斯维加斯、洛杉矶、迈阿密、纽约通勤指数（New York Commuter Index）、圣地亚哥、旧金山和华盛顿专区。

2006 年第二季度推出的期货合约，跟踪的是凯斯席勒指数，也许住房的买方和卖方不久就能对冲在他们喜爱的城市里，房屋价格上涨或下跌的风险敞口了。

## 商品和货币基金清单

表 15.2 提供的是在美国交易所可见的老牌商品和货币 ETF 和 ETN 清单。该清单分为两个部分：第一部分罗列的是货币基金，第二部分是商品基金。

货币和商品 ETF 和 ETN 的数量越来越多，新的另类资产类别基金也会在今后几年面市。要想掌握最新动态，请访问附录 B 中所列网址。要想获得所有商品和货币 ETF 和 ETN 的清单，包括指数策略箱数据库。

附录 A 是表 15.2 中用于每个指数的证券选择和权重方法的缩略语诠释。有鉴于可获得的信息情况，指数描述、证券选择和权重方法是最佳选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 15.2 商品和货币基金

货币 ETF 和 ETN

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 币 种 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 单一国家 | CurrencyShares 澳元信托 | FXA | 0.40% | 澳元 | | P A | C A |
| 单一国家 | CurrencyShares 英镑信托 | FXB | 0.40% | 英镑 | | P A | C A |
| 单一国家 | CurrencyShares 加元信托 | FXC | 0.40% | 加元 | | P A | C A |
| 欧洲区 | CurrencyShares 欧元信托 | FXE | 0.40% | 欧元 | | P A | C A |
| 单一国家 | CurrencyShares 日元 | FXY | 0.40% | 日元 | | P A | C A |
| 单一国家 | CurrencyShares 墨西哥比索信托 | FXM | 0.40% | 墨西哥比索 | | P A | C A |
| 单一国家 | CurrencyShares 瑞典克朗信托 | FXS | 0.40% | 瑞典克朗 | | P A | C A |
| 单一国家 | CurrencyShares 瑞士法郎信托 | FXF | 0.40% | 瑞士法郎 | | P A | C A |
| 欧元区 | iPath 欧元/美元 ETN | ERO | 0.40% | 欧元 | | P A | C A |
| 单一国家 | iPath 英镑/美元 ETN | GBB | 0.40% | 英镑 | | P A | C A |
| 单一国家 | iPath 日元/美元 ETN | JYN | 0.40% | 日元 | | P A | C A |
| 美元—多头 | 德意志银行美元指数牛市基金 | UUP | 0.50% | 德意志银行多头美元期货指数 | | P A | C A |
| 美元—空头 | 德意志银行美元指数熊市基金 | UDN | 0.50% | 德意志银行空头美元期货指数 | | P A | X S |
| 多币种—多头/空头 | 德意志银行 G10 货币收割基金 | DBV | 0.75% | 德意志银行 G10 货币期货收割 | | P A | X N |
| | | 平均货币管理费 | | 0.44% | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

商品 ETF 和 ETN

| 类别 | ETF 名称 | 代码 | 费率 | 商品或指数 | 策略箱 | 证券选择 | 证券权重 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 贵金属 | 安硕白银信托 | SLV | 0.50% | 白银即期价格 | | P A | C A |
| 贵金属 | 安硕 Comex 黄金信托 | IAU | 0.40% | 黄金即期价格 | | P A | C A |
| 贵金属 | streetTRACKS 黄金股份 | GLD | 0.40% | 黄金即期价格 | | P A | C A |
| 贵金属期货 | 德意志银行白银基金 | DBS | 0.54% | DBLCI—OY 白银超额收益 | | P S | C A |
| 贵金属期货 | 德意志银行贵金属基金 | DBP | 0.79% | DBLCI—OY 贵金属 ER | | P S | C A |
| 贵金属期货 | 德意志银行黄金基金 | DGL | 0.54% | DBLCI—OY 黄金超额收益 | | P S | C A |
| 商品期货 | 德意志银行农业基金 | DBA | 0.91% | DBLCI—OY 农业超额收益 | | P S | C A |
| 商品期货 | 德意志银行原材料基金 | DBB | 0.78% | DBLCI—OY 国际金属超额收益 | | P S | C A |
| 商品期货 | 德意志银行能源基金 | DBE | 0.78% | DBLCI—OY 能源超额收益 | | P S | C A |
| 商品期货 | 巴克莱 iPath 石油 ETN | OIL | 0.75% | GS 原油总收益 | | P S | C A |
| 商品期货 | 德意志银行石油基金 | DBO | 0.54% | DBLCI—OY 原油超额收益 | | P S | C A |
| 商品期货 | 美国原油基金 | USO | 0.50% | 西得克萨斯中质原油现货 | | P S | C A |
| 商品互换 | MACROshares $100 Oil Up | UOY | 1.50% | | | P S | C A |
| 商品互换 | MACROshares $100 Oil Down | DOY | 1.50% | | | P S | C A |
| 总收益指数 | 德意志银行指数化信托 | GSG | 0.75% | 标准普尔 GSCI 总收益 | | P S | C A |
| 总收益指数 | 德意志银行商品指数跟踪基金 | DBC | 0.83% | 德意志银行流动商品 – DBLCI | | P S | C C |
| 总收益指数 | 道琼斯 – UBS 商品指数总收益 ETN | DJP | 0.75% | 道琼斯 – DBS 商品指数总收益 | | P S | F A |
| 总收益指数 | iPath 标准普尔 GSCI 总收益指数 ETN | GSP | 0.75% | 标准普尔 GSCI 总收益 | | P S | C A |
| | | 平均商品管理费 | | 0.75% | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 小 结

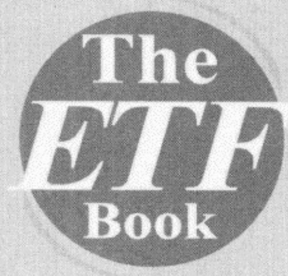
另类资产类别的 ETF 基金近年来出现了爆发性增长。低成本基金如今更多地可见于具体商品、商品指数和货币产品。随着竞争局面压低成本，这些新的机会将来有可能在投资组合管理中发挥更大的作用。

在投资组合中增添另类资产类别 ETF 基金的做法，既有优点，也有缺点。其中一个优点是，商品投资往往会表现出与传统型股票和债券投资品种之间的低相关性。这样，投资组合的整体风险就会降低。然而，这么做的缺点包括投资成本、超过管理费和通胀率的实际预期收益的缺乏，以及低税收效率。

随着金融市场不断进行的发明创新，更多的另类资产类别 ETF 将会面市。其中有些产品将会进入新的、激动人心的市场，比如房地产以及潜在的艺术品市场。我们希望，投资这些产品的管理费会降到足够低的程度，这样就会有利于买入持有型投资组合和主动交易型投资组合。对于希望冒险闯入商品和货币交易领域的人们来说，这些新产品让他们的投资行为变得更加容易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




All You Need to Know
About
Exchange-Traded Funds

# 第四部分
# 运用 ETF 基金进行投资组合管理

第十六章　组合管理策略概述
第十七章　被动投资管理
第十八章　生命周期投资管理
第十九章　主动投资管理
第二十章　特殊投资组合管理
第二十一章　ETF 基金投资技巧



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第十六章

# 组合管理策略概述

第四部分旨在帮助你选择、管理你的 ETF 基金投资组合。本章将介绍 4 种基本的投资组合管理方法，作为你进行调研、分析的基础。在你就哪种策略最适合自己作出最终决定之前，建议你进行进一步的学习，附录 B 提供了一些关于研究 ETF 的资料清单。

本章讨论的 4 种投资策略是：被动投资、生命周期投资、主动投资和特殊投资组合。我们为每种策略都挑选了一些 ETF 投资组合，所挑选的组合都是举例，不代表任何现实观点。由于篇幅有限，有很多优秀的 ETF 基金没有纳入本书，而市场形势却瞬息万变，每个投资者都应该研究现行市场中数个相互竞争的基金，然后再最终确定哪些基金适合自己的特定情形。

当然，一直存在的一个选择就是，聘请一家专业投资顾问公司，帮助你甄选 ETF 基金，管理你的投资组合。受过良好教育的投资专家当然可以解释不同类型和风格的 ETF 之间的差别，包括其各自跟踪的指数的优劣。

## 被动投资

我们将在第十七章中详细论述买入持有投资的看似漂亮、实则属于被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



动型的投资策略。这是一种简单而有效的策略，任何一个个人投资者都能够实施。市场上绝大多数个人投资者都选择了这种具有低维护成本的方式。

被动投资是一种直截了当的策略。首先，你要选择一批适合于你的长期金融目标的大资产类别，然后用这些与你的目标一致的资产构建一个目标资产配置；接下来是挑选能够代表这些选定资产配置的低成本 ETF 基金，并在你的投资组合中买入适宜的数量。目标资产配置是通过 ETF 定期的再平衡来维持的，目的是为了保持投资组合与你的目标相一致。采用被动投资策略，无须预测或确定市场内投资板块的市场机会，或者预测近期市场表现有潜力的板块。

买入、持有、再平衡的做法之所以能够便于操作，是因为其成本很低。许多被动投资者都选择跟踪市场指数的 ETF 基金，这种基金的费用比率大大低于跟踪定制指数的 ETF。该操作佣金成本也很适度，因为被动管理并不要求频繁的交易活动，只有偶尔的资产类别重新调整除外。

被动管理的一个衍生品叫做核心/探测方法或核心/卫星方法。采取这一策略的投资者拥有一个取费很低的市场指数 ETF 核心投资组合，然后再增加少量的跟踪定制指数或试图确定某种风格或市场投资机会的 ETF。其理念是，后者会实现超过市场指数的超额收益，同时整个投资组合并不会大幅度偏离市场收益水平。

## 生命周期投资

生活将随着时间的流逝而发生变化，投资态度也是如此。生命周期投资策略并不是长时间持有某些资产类别的一个固定的资产配置，而是随着投资者进入不同的人生阶段而调整其投资组合。生命周期投资是一种被动方法，资产配置在每个阶段都会保持在该阶段内不做调整。

人们在年轻的时候投资起来往往比较大胆，而随着进入人生后期会变得越来越保守。对年轻人来说，往往可用来冒险的资金非常少，弥补错误的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



间却很多。这种态度在中年前后将发生改变，因为此时他们认识到了生命之孱弱和退休生活的临近。到了退休年龄，投资的驱动因素是为了提高和满足退休后生活质量。在退休的后期阶段，人们常常在自己的收入需求和落实继承其遗产的人的需求之间寻找折中。

我过去写的一本《全天候捍卫你的财富》（*Protecting Your Wealth in Good Times and Bad*）一书中，把投资者划分为四大年龄周期：存款期、积累期、临近退休期和退休期。这些周期将在第十八章中详细阐述。

## 主动投资

主动投资策略就是要实现超出金融市场的收益。对于有些投资者来说，这是终极目标。不幸的是，要跑赢市场是十分困难的。真正做到这一点并且能长期持续，而这些长期收益足以证明值得投入时间和费用，这样的人寥寥无几。尽管如此，如果你有这种雄心，并且一而再再而三的失败仍不会让你受挫，也不会影响你的生活，那么主动投资策略也许就是合适的。

用 ETF 来努力跑赢市场的方法有很多，从根据经济预测进行大幅度股票置换和债券配置，到基于价格动力的板块转换策略。在你征服市场的征途中，你可能会发现一种新的取胜方法。如果出现了这种情况，不要告诉任何人。一旦消息泄露，你的交易注定会随着他人掌握消息而收益平庸。

### *名义收益和风险调整收益*

跑赢市场并不仅仅是实现高于市场的收益。投资者有两种办法可以衡量投资表现：名义表现和风险调整表现。从名义上跑赢市场，意味着在百分比上的杰出表现；超越型风险调整收益意味着要在纳入投资组合风险因素之后跑赢市场。

名义收益是大部分个人投资者衡量自己是否成功的标准：如果美国股票市场的大盘在一年期间的总收益为 10%，而你的投资组合实现了 12% 的收益，你就在名义上跑赢了市场。我敢斗胆揣测，99% 的个人投资者在决定是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



否购买某个投资产品的时候，都只看名义收益。

风险调整收益是衡量投资组合或基金表现的一个更加复杂的方法。如果美国股票市场大盘在一年期间的总收益为10%，而你的投资组合实现了12%的收益，那么假如用价格波动性衡量，显示出你的投资组合风险远远高于股票市场的风险，你的投资组合表现就可能输给了市场。然而，如果你的投资组合仅仅取得了8%的收益，而市场却实现了10%，假如投资组合的风险远远低于市场风险，那么你的投资组合表现就可能超过了市场。计算风险调整收益的一个指标是夏普比率。有关夏普比率的公式，详见本书第十九章。

主动投资策略也许能，也许不能实现跑赢市场的目标。然而，有关主动投资策略的一个事实却是确定无疑的——这种策略比被动策略成本更高，具体表现在以下4个方面：

1. 跟踪定制指数的ETF基金取费高于市场指数。如果你打算用定制指数ETF基金来跑赢市场的话，你就要多掏腰包。

2. 主动投资策略在投资组合中的ETF换手率往往更高。这就造成了佣金费用的上升。

3. 主动投资策略很费时。要想正确筛选出你需要的主动投资策略有影响的海量信息，你需要大量的时间来进行调研和分析。

4. 不要忘了感情成本。从本质上说，主动投资意味着将要根据模糊不清的信息作出频繁的决定。在迷雾重重的金融战场上，许多决定都有可能出错，而错误决定不仅会耗费你的金钱，还会让你付出感情代价。

本书第十九章将论述运用不同方法实施主动投资的基本知识，其中前两个办法为基本面分析，后两个为技术分析。自上而下法是从鸟瞰全球经济开始，逐步深入各个国家、各行各业和资产类型。自下而上法是从每个行业或国家的基本面分析开始，逐步上升到战术性资产类型选择和动态国别配置。动能投资着眼于收益趋势和价格趋势的加速，以便预测未来收益情况。技术分析，也就是图形分析，着眼于历史价格数据已经形成的模式，以便预测未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来价格水平。

### 主动投资与基准指数的比较

主动投资组合策略目的是跑赢市场。为此，任何一种主动投资策略的收益都必须用来对比适合的市场基准指数。这种基准指数采用的是被动证券甄选和市值加权办法。

基准指数有可能是一个单个的指数，比如标准普尔 500 指数，也可以是基于投资组合中资产配置的数个指数之和。例如，包含一个大型公司类美国 ETF、一个国际发达市场 ETF 和一个广泛债券市场 ETF 在内的投资组合，可能可以对比具有可比性的混合型基准指数，包括标准普尔 500 指数、摩根士丹利欧澳远东指数（Morgan Stanley Capital International Europe，Australasia，and the Far East Index，简称 MSCI EAFE）和巴克莱综合债券指数（Barclays Aggregate Bond Index）。

主动投资者可能会采用市场时机预测或战术性资产配置，来超越混合型基准指数。市场时机预测包括股票、债券和现金的批发式全进全出，而战术性资产配置却是资产类别之间逐步的小额变动。虽然投资组合将会随着投资人的认识发生变化，但基准指数却不会发生变化。基准指数中资产类型的配置是按固定比例维持的。

例如，一个战术性资产配置投资组合可以从股票 70%、债券 30%，转变成股票 30%、债券 70%。然而，基准指数却永远保持在中间点：50% 股票、50% 债券。由于基准指数为静态性质，投资者就可以依此进行对比，以便精确预测市场组合的时机。

图 16.1 显示了投资者在使用各种投资组合管理策略时，应当预计到的距离基准指数的偏差幅度。图形的两端表示买入、持有、再平衡和市场时机预测。一个买入、持有并再平衡型投资者的预计，应该与基准指数的跟踪偏差微乎其微，因为他在努力实现市场收益。市场时机预测策略会产生很大的跟踪偏差，因为投资者是在努力用大幅度资产配置变化来跑赢市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



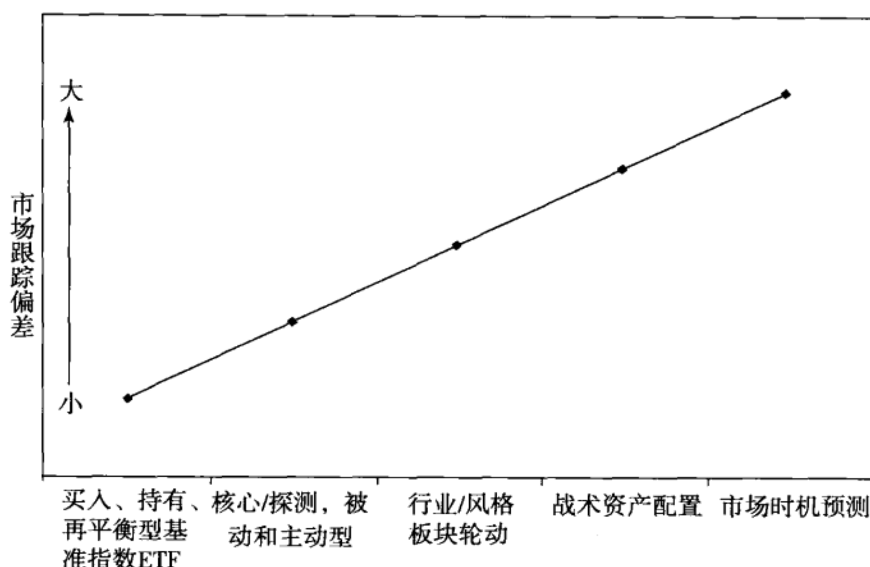



**图 16.1 ETF 基金投资组合策略与跟踪偏差**

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

## 特殊投资组合

我们将在第二十章讨论 ETF 在特殊情形中的使用。你也许会发现，可以把 ETF 基金当做填补资产类别空白的工具，也就是你的其他投资工具所没有涵盖的部分，用来对冲流动性很差的证券仓位，或者用来管理货币风险。

填补空白是行业型和国别型 ETF 基金的常见用途。例如，加拿大股票占了国际证券市场的 5%，但是你不会在跟踪热门 MSCI EAFE 指标的 ETF 持仓中找到这个国家的基金（请参阅本书第十一章）。这时，你可以配置一小部分加拿大安硕 MSCI（代码：EWC），这个空白就被填补了。

ETF 基金可以用来对冲流动性很差的股票仓位。例如，你可能持有被限制卖出的公司股票，或者持有的股票成本太低，如果卖出就会构成沉重税负。在这种情况下，做空在该股所在行业板块的 ETF 基金，就可能为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你提供一种特殊对冲，预防该股价格下跌。如果这个行业下滑，并且连带着集中型股票仓位的价格下跌，那么该空头仓位的价值就会上升，抵消掉一部分损失。

货币型 ETF 基金在投资组合管理和个人规划方面都有很多用途。假设你正准备明年夏天去一趟德国，在你出发之前担心美元兑欧元会疲软。那么，你可以买入几千美元的欧元信托 ETF（CurrencyShares Euro Trust，代码：FXE）或 iPath EUR/USD（代码：ERO），锁定今天的汇率。如果欧元确实走强，你预备出到德国旅游的钱就得到了对冲。

## ETF 基金投资禁忌

我们将在第二十一章为 ETF 基金投资者提供一些有用的建议，并讨论一些可以降低投资费用、减少管理时间、提高投资收益和投资满意度的几种交易方式，同时分析聘用专业投资经理人帮助管理投资组合的利与弊。

ETF 基金是在证券交易所买入、卖出的，而你选择在什么地方进行交易是十分重要的。挑选一个合适的经纪人可以为你省钱省时。折扣经纪人的成本较低，但一般来说提供的服务少于全面服务型公司。虽然成本是选择经纪人的一个重要因素，但不能成为唯一的因素。全面服务型经纪公司拥有调研人员，为客户提供书面的专有信息和交易策略。这些服务也许对于更为主动的 ETF 基金投资者来说至关重要。

税负是投资者躲不掉的一笔费用。ETF 基金由于其运作模式的缘故，本身就有很高的税务效益。此外，有几个投资组合管理方式可以用来进一步减轻税收负担，包括资产区位法和税负亏损收益法。

很多人喜欢花钱请人做投资调研和投资组合管理。付费型投资顾问是根据账户价值来取费的，而不是交易过程中产生的佣金。市场上可供选择的顾问公司有很多，包括我自己的公司——位于密歇根州特洛伊的投资组合解决方案公司。专业管理费标准，各公司差距甚大。我建议聘用一个比较容易合作、价格较合理的顾问公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 小 结

本部分把运用ETF基金进行投资组合管理的所有因素都集中在了一起，其中包括各种策略和节省资金的投资组合管理理念。本章讨论了几种不同的投资策略，虽然我们在此仅仅涉及皮毛。使用ETF基金的方法有很多，也很灵活，唯一的限制条件是投资者的想象力。

本章讨论的4种投资策略是：被动投资、生命周期投资、主动投资和特殊投资组合。为被动型买入持有策略而挑选ETF基金，是最受欢迎的策略，涉及一个静态的资产配置和偶尔的投资再平衡；生命周期投资策略采用的是，随着一个人一生中4个财富积累阶段而发生变化的资产配置；主动投资则比较复杂，成本也更高，但是可以为成功投资者提供更高的收益。

挑选合适的经纪人，可能的话聘请一家合适的投资管理公司，ETF基金的管理就容易了。交易佣金是选择经纪人的一个重要因素，但不应该是决定取舍时的唯一因素。需要考虑的其他因素包括，所提供投资调研的深度和顾问的意见的质量。如果你决定不去自己管理自己的钱，那么花费一笔合理的年费就可以聘请一个合格的投资顾问，为你创建、维护旨在满足你的需求的一个考虑周全的ETF基金投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第十七章

# 被动投资管理

被动投资是一种简单而有效的投资组合管理方法，但是，它也很难维持，因为该策略要求具有严格的约束力。成为成功的被动型投资者，你必须坚定不移地相信，这一策略从长远来说是会奏效的。

被动投资所持有的投资组合中，大部分都是跟踪低成本基准指数的 ETF 投资组合，并且要长期持有这一投资组合。被动投资者的操作并不是通过预测经济变化或编制价格走势图来预测市场时机，也不是为了寻求超级收益而在各个市场板块或风格中转换。该投资组合的唯一交易活动是需要进行资产类别重新平衡或增加、撤出现金。

被动投资的目标是要实现市场的收益。成功的被动投资者意识到，全球股票和债券市场的自然收益都是值得追求的收益。他们很清楚跑赢市场有多么困难，他们知道，实际上没有几个人成功地在他们的有生之年享受过这一盛宴。

不幸的是，一般被动投资最初的动机都很不错，却并非总是以这种状态结束。要维持一个确定的配置许多年，需要有信念和感情上的约束力。许多原本能够成功的被动投资者却在某个时刻偏离了自己的信念，因为他们觉得该策略可能不会奏效——这种情况往往在市场形势不好的时候出现。正是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这种时候，许多信念不那么坚定的人放弃了这一策略，转而寻找更加葱郁的绿洲。然而在市场条件恶劣的时候改变投资策略是一步错棋，造成收益低于，风险高于坚持以被动方式渡过难关的做法。

其实，被动投资方法非常直截了当。根据你的长期金融目标来选择你希望纳入投资组合的大市资产类别，然后选择低成本的 ETF 基金来代表这些资产类别。长期下来，全球金融市场会朝着各个不同方向发展，该投资组合也会偏离其最初的配置。保持配置一致性的做法是使定期的 ETF 基金再平衡，从而把投资组合拉回到最初的配置结构。

理解被动策略但不打算全面复制市场的投资者，可以将自己的投资组合划分为只使用那些跟踪基准指数的 ETF 基金和更具进取性的 ETF 基金。核心/探测技术（也称做核心/卫星技术）是指投资者持有一个基准指数 ETF 组成的低取费核心投资组合，同时买入少量跟踪战略指数的成本较高的 ETF 基金的策略。这种做法是希望核心投资组合实现市场表现，定制部分实现超级收益。在最糟糕的情况下，投资组合总收益不会远远低于基准指数的收益。

## 买入、持有、再平衡

买入、持有、再平衡（BHR）策略，几乎不言自明。根据你的投资目标，创建一个跟踪基准指数的低成本多样化 ETF 基金投资组合，并持有很长一段时间；交易活动每年只有一次，是再平衡投资组合，使之回到目标资产配置，或者在增加或者撤回现金的时候。你无须试图去预测任何一个市场的收益，也无须通过从一个投资风格或板块转向另一个风格或板块来追求额外收益。

在 BHR 策略下，你需要作出的最重要的长期决定就是，股票和债券指数基金的长期混合比例。这一决定长远来看，能够说明大部分投资组合的风险和收益。因此，在使用 BHR 策略时，极其重要的一点就是，在一开始的时候选定一个良好配置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## *什么是资产配置*

资产配置是“不要把鸡蛋放在一个篮子里”的一种高雅说法。覆盖多种投资类型的全球性多样化是这一策略的核心。但是，选择哪些投资品种是投资组合长期收益预期的关键。而收益和资产类别关联性分析是作出这一决定的核心。本章只是简单介绍资产配置中使用的基本工具和概念。

相关性是指一种投资产品影响另一种投资产品走势的倾向性。如果一种投资产品的变动与另一种产品而变动步调一致，那么两者就是正相关；如果两种投资产品朝着相反方向变动，两者就是负相关；如果两种投资产品发生的变动彼此独立、互不相关，两者就没有相关性。

对于投资者来说，选择的难点一般在于，要找到所跟踪的指数未来彼此相关性比较小的 ETF 基金。如果能够做到这一点的话，那么投资组合中就会出现有些投资产品走“阳关道”、有些走“独木桥”的情形，而这种各行其道的态势将会降低整体投资组合的风险。

如果多样化变成了投资于同一个资产类别、彼此正相关性很大的两个 ETF 基金，那么这种多样性就是毫无益处的。例如，如果你已经持有了先锋整体市场指数基金（Vanguard Total U. S. Stock Market ETF，代码：VTI），再买入安硕罗素 3000（iShares Russell 3000，代码：IWV）就毫无道理了。这两个 ETF 基金的标的证券品种基本相同，因而从本质上说具有高度相关性。

图 17. 1 显示了投资于风险和收益特征十分相似的两个 ETF 的投资组合。ETF A 和 ETF B 为彼此正相关。假设再平衡是每年进行，那么 50% 投资于 ETF A、50% 投资于 ETF B 的投资组合就没有降低风险。投资组合的表现与这两个投资产品中的任何一个都相同。

如果能找到两个表现出收益负相关性的 ETF 基金就实在太好了。图 17. 2 显示了 ETF A 和 ETF B 朝着彼此相反的方向发展，且两者从长期来看都能产生正收益。50% 投资于 ETF A、50% 投资于 ETF B 的投资组合每年再平衡后，与这两个投资产品的任何一个单独比较，都会产生平稳的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



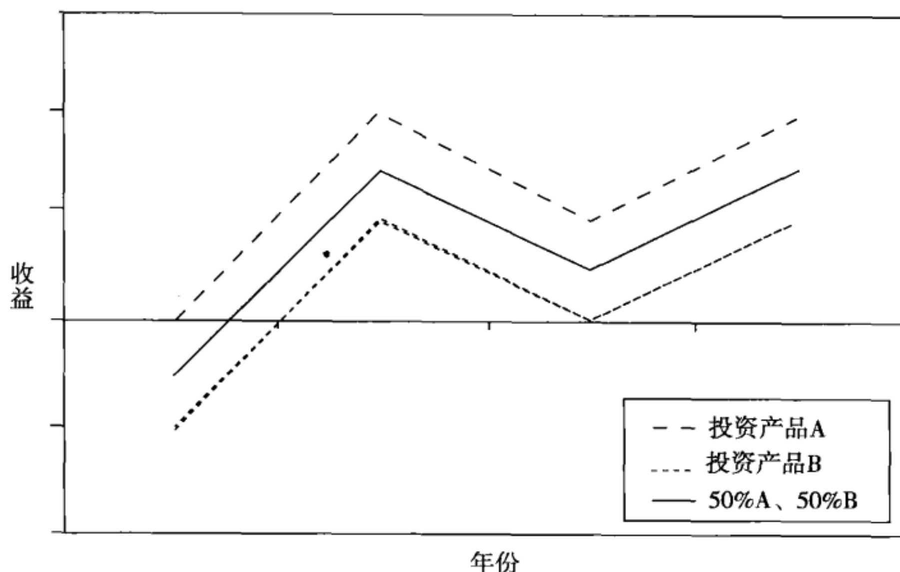



**图 17.1　ETF 之间的正相关性**

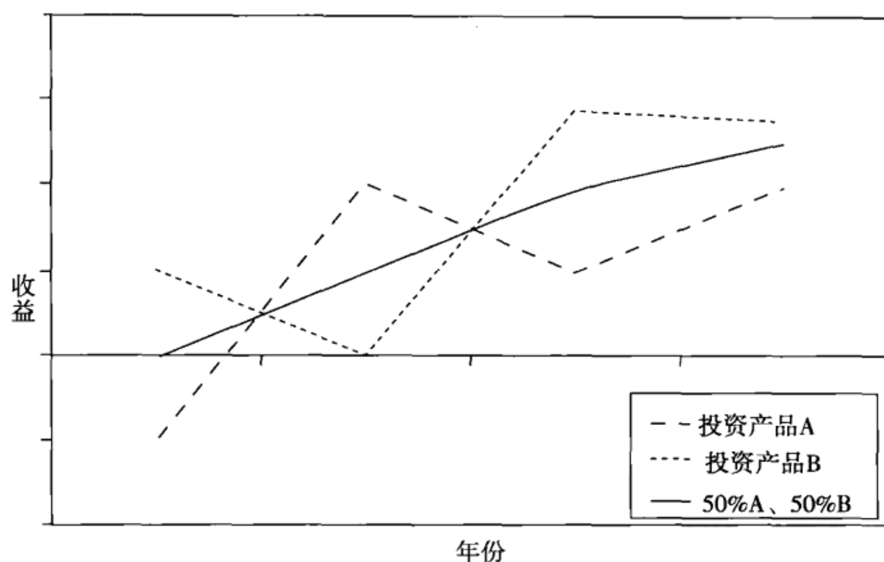



**图 17.2　ETF 之间的负相关性**

当两个 ETF 出现彼此之间无序变动的时候，两者之间的相关性就很低。彼此无关的资产类别之间出现低相关性，比两个资产类别发生恒定负相关性的情形要常见得多。图 17.3 就是两个资产类别表现出低相关性的一个例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



两个 ETF 基金大部分时候的变动方向为彼此独立，这是投资组合中的一组良好的投资产品，只要各自都预计会产生超过通胀率的长期收益。

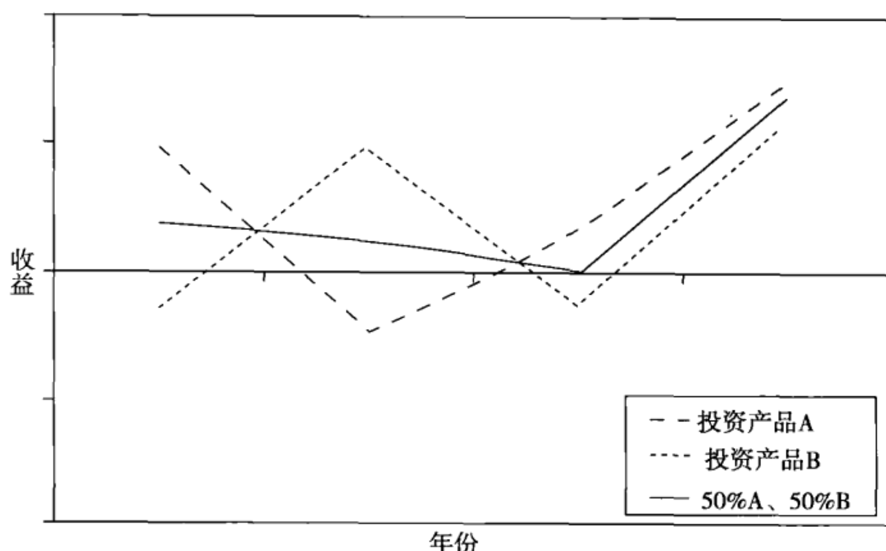



**图 17.3　ETF 之间的低相关性**

### 现实中的相关性

在实践中，并没有多少 ETF 基金在所有时期都表现出持续的低相关性、产生超过通胀率的长期正收益。它们要么表现出各种程度的相关性、正实际收益，要么表现出低相关性、扣除通胀后没有任何预期实际收益。你能做到最好的程度是，找到少数几个 ETF 基金能够在部分时期表现出低相关性或负相关性，且在所有时候都预期产生正长期收益。

图 17.4 显示的是美国股票与美国中期国债收益之间的 3 年滚动相关性。当曲线处于 0 值以上部分时，相关性为正；当曲线处于 0 值以下部分时，相关性为负。你可以看到，相关性随着时间的推移不断地在正负之间游走，这是许多其他资产类别的典型表现。只要资产类别的收益预期为扣除通胀率后的正数，且该资产类别与另一个资产类别之间的相关性不断变化，那么它就应该被纳入投资组合中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



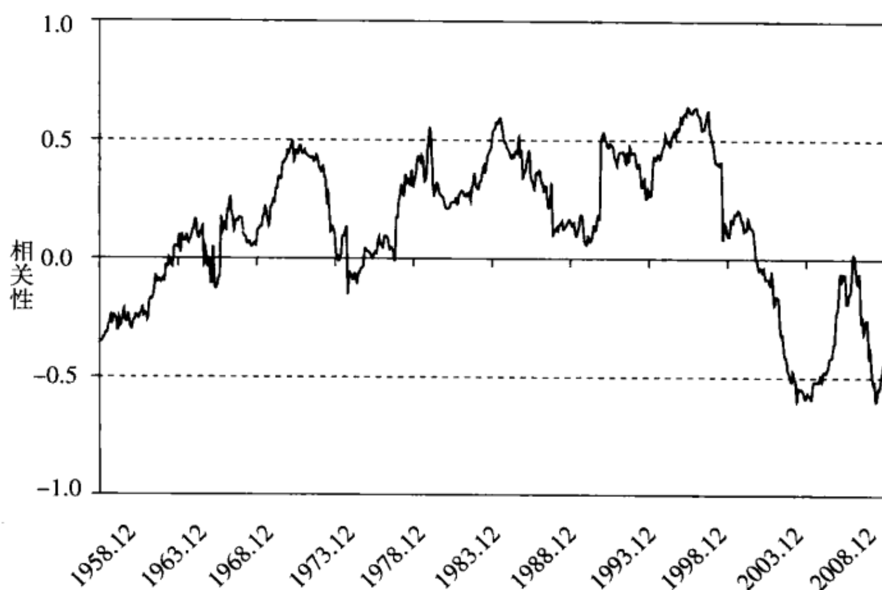



**图 17.4 标准普尔 500 与国债之间的 3 年滚动相关性**

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

以下是有关相关性和资产类别选择的 3 种现实情形：

1. 没有可能找到彼此之间为持续负相关性或无相关性、预期能产生高于通胀率的收益的主要资产类别。

2. 资产类别之间的相关性可能会发生变化，有时很频繁、很突然。一度产生过良好多样化效益的投资品种，将来可能没有这种效益。

3. 在危机期间，主要资产类别之间的相关性上升（例如，全球股票）。在 2008 年的金融危机期间，全世界的股票都下跌了 40% 或者更多。全球性的证券多样化在那场危机中并没有起到作用。

资产配置话题并不像一些口若悬河的投资顾问所说的那样黑白分明，没有一种数学公式是永远适用的。在现实世界中，要想创建一个 BHR 投资组合，要求的更多的是常识，而不是量化的数字计算。关键是要创建一个良好的配置，并执行该配置，然后守住这一配置。其他所有问题最终都会归位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## *BHR 投资组合案例*

一个投资组合的股票、债券配置，能够说明大部分投资组合的长期表现。因此，在固定收益产品和证券之间需要选择一个合适的配置，其实是投资者应该作出的最重要的决定。接下来要讨论的资产配置，是使用低成本市场 ETF 基金买入、持有、再平衡策略的基础。图 17.5 中的 5 种策略配置代表了 5 个不同水平的风险和预期收益。（有关资产类别的预期收益计算方法，详见本章的最后部分。）

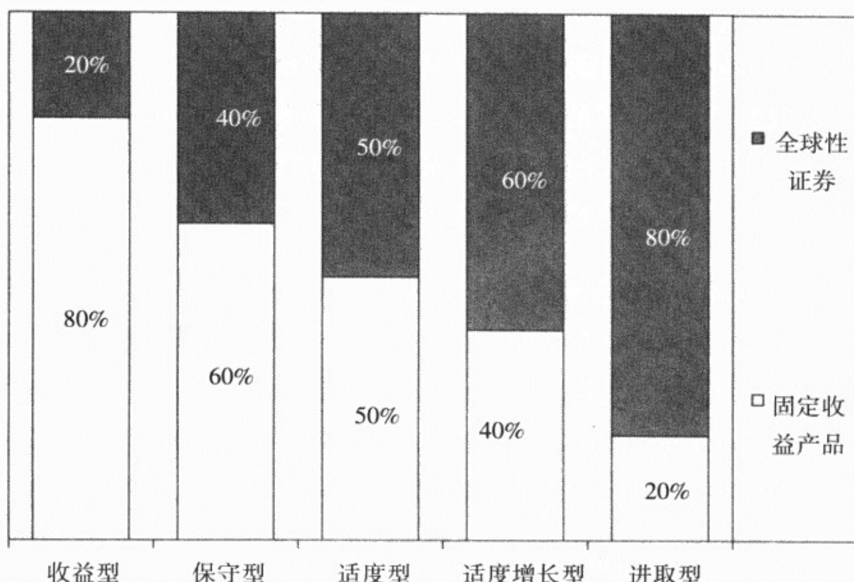



**图 17.5　5 种配置策略**

配置策略和 ETF 选择并不适用于所有人，却是开始创建一个适合你的需求的很好的起点。预期收益根据的是本章最后部分讨论的我自己对资产类别风险和收益的分析。通胀因素包含在所有资产类别的收益之中，计算预期收益时假定的通胀率是 3%。如果通胀率上升的话，预期收益就会提高，反之亦然。

**1. 收益型**。波动性最低，现金流量最大。扣除费用后的税前预期总收益大约为 5.8%，采用多样性固定收益 ETF 基金的配置大约为 80%，包括房地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



产在内的证券类 ETF 基金大约为 20%。

**2. 保守型**。波动性低，现金流量适度偏大。扣除费用后的税前预期总收益大约为 6.4%，采用多样性固定收益 ETF 基金的配置大约为 60%，包括房地产在内的证券类 ETF 基金大约为 40%。

**3. 适度型**。可控波动性，中度现金流。扣除费用后的税前预期总收益大约为 6.7%，采用多样性固定收益 ETF 基金的配置大约为 50%，包括房地产在内的证券类 ETF 基金大约为 50%。

**4. 适度增长型**。困难市场上为中度波动性，现金流量小。扣除费用后的税前预期总收益大约为 7.0%，采用多样性固定收益 ETF 基金的配置大约为 40%，包括房地产在内的证券类 ETF 基金大约为 60%。

**5. 进取型**。多个阶段的波动性高，现金流量最小。扣除费用后的税前预期总收益大约为 7.7%，采用多样性固定收益 ETF 基金的配置大约为 20%，包括房地产在内的证券类 ETF 基金大约为 80%。

表 17.1 所列为战略性资产配置方法和具体 ETF 品种创建投资组合的举例。无论证券类的战略性配置是多少，用这个数乘以证券配置比例即可。计算固定收益类的方法与之相同。例如，在表 17.1 中，房地产投资信托（Real Estate Investment Trust，REIT）的配置为 10%。如果你选择的战略性股票和债券配置为证券 50%，那么 REIT 的配置就只有 5%（10% ×50% =5%）。

**表 17.1 投资组合中的基准指数型 ETF 举例**

| 投资组合（100%）中的证券部分 | | ETF 名称 | 代　码 | 管理费 |
|---|---|---|---|---|
| 45% | 美国整体股票市场 | 先锋整体市场 ETF | VTI | 0.07% |
| 15% | 美国小盘市场 | 安硕标准普尔 600 小盘 ETF | IJS | 0.25% |
| 10% | 房地产市场 | 先锋 REIT ETF | VQN | 0.12% |
| 12% | 欧洲市场 | 先锋欧洲指数 ETF | VGK | 0.18% |
| 12% | 环太平洋市场 | 先锋太平洋指数 ETF | VPL | 0.18% |
| 6% | 新兴市场 | 先锋新兴市场 ETF | VWO | 0.30% |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| 投资组合（100%）中固定收益部分 | | ETF 名称 | 代　码 | 管理费 |
|---|---|---|---|---|
| 60% | 整体债券市场 | 先锋整体债券市场 ETF | BND | 0.11% |
| 20% | 公司债券 | IBoxx $ InvesTop Invest Grade Corp | LQD | 0.15% |
| 20% | 通胀保值证券 | iShares Barclays TIPS 债券基金 | TIP | 0.20% |

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

## 核心/探测策略

有些对完全被动型 ETF 投资持反对意见的人认为，该策略的问题是，它实现的仅仅是市场平均水平，没有超额收益的机会。这些批评意见是对的，任何一个被动型投资组合都不会胜过市场。同时，扣除管理费后的收益也不会低于市场水平。如果投资者愿意承担更多风险、摸索其他选择机会的话，核心/探测策略是被动与主动策略之间的一个很好的折中。

核心/探测（或称核心/卫星）策略，将基准指数 ETF 基金的低成本、简单性与采用主动投资跑赢市场的机会结合在了一起。探测的途径有以下两个：

1. 把一个配置比例分配给你认为低效的全球性金融市场领域中的战略指数 ETF 基金。
2. 用跟踪这些领域的各种 ETF 基金，来努力预测行业板块、风格或国家的时机。

投资组合中探测部分的成本会高于核心部分。跟踪战略指数的 ETF 基金的费用比例，最多能比基准指数 ETF 基金高出 5 倍。如果在探测部分使用了市场时机预测或板块轮动策略，换手率就会提高，佣金也就随之上升。无论如何，探测策略必须首先弥补提高了的费用，然后才能给你的投资组合带来收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 被动投资组合的实际收益

在使用被动型 ETF 基金投资时，长期投资组合的收益是有可能预测的。运用资产类别的风险与收益的长期关系，同时通过分析市场与预计长期经济增长率的关联性，预期收益是可以计算的。

预测市场收益的方法有很多，没有一种是精确的，预测数字最多也就是接近现实。虽然这种预测不属于精密科学，我们还是必须进行预测，这样我们就可以根据预测来设计我们的资产配置。如果你的预测很保守，那么你实现自己金融目标的机会就更大。我认为最好还是压低期望值，然后有可能获得惊喜，而不要抱有不切实际的预期，结果实现不了自己的金融目标。

预测收益的一个办法是，将过去的表现和风险通过根据当前利率、公司收益率水平和税率等因素的调整后映射到未来；第二个市场预测方法是，从经济预测开始，然后根据这种预测来评估市场收益的概率；第三个办法是，将过去的市场数据与长期经济增长率的一个保守预测结合在一起。

没有人能够断定金融市场将来的收益是多少，把过去市场收益的技术面内容和经济预测中的基本面因素综合在一起，也许是形成你自己的看法的最佳途径。表 17.2 中所示的市场预测根据的就是这种综合结果。

**表 17.2　基准指数 ETF 基金收益的 30 年预测**

| 预期 ETF 长期收益* | 实际收益 | 加上 3% 通胀率 |
|---|---|---|
| **政府担保固定收益 ETF 基金** | | |
| 美国中期债券 | 1.5 | 4.5 |
| 美国长期债券 | 2.0 | 5.0 |
| GNMA 房屋抵押贷款 | 2.0 | 5.0 |
| 中期免税型（AA 评级） | 1.0 | 4.0 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| 预期 ETF 长期收益* | 实际收益 | 加上 3% 通胀率 |
|---|---|---|
| **公司债券 ETF 基金** | | |
| 中期高级公司债券 | 2.0 | 5.0 |
| 优先股 | 3.0 | 6.0 |
| 高收益公司债券 | 4.0 | 7.0 |
| **美国证券 ETF 基金** | | |
| 美国大盘股 | 5.0 | 8.0 |
| 美国微型市值股 | 7.0 | 10.0 |
| 美国小盘股 | 7.0 | 10.0 |
| REIT（房地产投资信托） | 5.0 | 8.0 |
| **国际证券 ETF 基金** | | |
| 发达国家国际股 | 5.0 | 8.0 |
| 小国国际股 | 6.0 | 9.0 |
| 新兴国家国际股 | 7.0 | 10.0 |
| 商品 ETF 基金 | 0.0 | 3.0 |
| 国内生产总值增长率 | 3.0 | 6.0 |

* 收益为预测数字，没有任何保证的暗示或表示。

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

## *所有预期均含通胀率*

如果明知预期收益低于通胀率，有头脑的人都不会把钱扔进任何一个投资产品。通胀率总是所有投资产品预期收益的一部分，该通胀率被包含于各个因承担市场风险而预期产生的超额收益中。

自 20 世纪 80 年代中期以来，年通胀率平均在 3% 上下。这个数字略微高于可以追溯到几个世纪前的约 2% 的历史年均通胀率。预测通胀水平并不是一件容易的事。我们在表 17.2 的分析中假设通胀率为 3%，并提供了市场预期收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 预期证券收益

股票价格的主要推动力是利润。公司赚得钱越多，股东们赚得钱也就越多，股票的价值就会上升。

预测收益增长率的一个办法是，从整体经济活动的预期增长水平入手。GDP（国内生产总值）是衡量经济活动的最大单项指标。实际 GDP 是指经过通胀调整后美国一年期间所生产的所有商品和服务的总和，它由 4 个部分构成：消费者支出、政府支出、企业支出和出口减进口。GDP 增长率与公司收益增长率之间存在着直接、持续的关系。图 17.6 显示了收益增长率追随 GDP 增长率的情形，从而表明了这一关系。

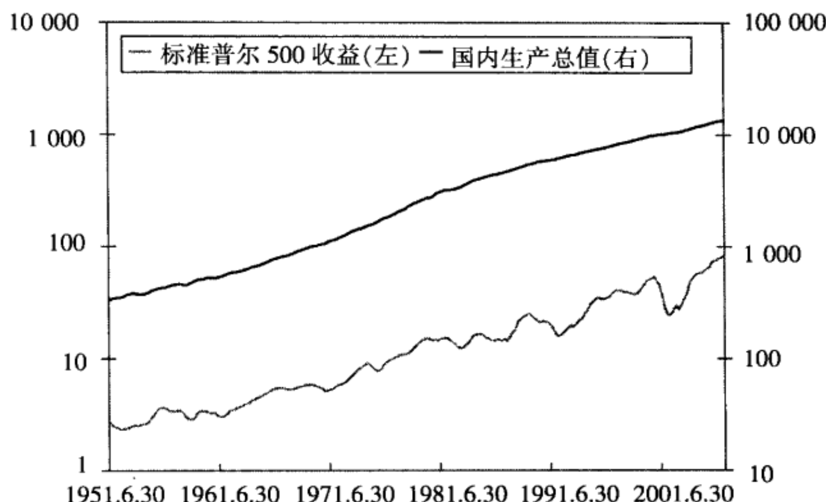



**图 17.6　GDP 增长率与标准普尔 500 公司收益增长率**

资料来源：美联储、标准普尔公司。

**现金红利**　计算证券收益的第二部分，是要考虑股票红利的现金派发。如今，红利所占总收益的比例不像过去那么大，但从长期来说仍然对股票表现十分重要。根据标准普尔 500 指数的计算，美国股票如今每年派发的红利收益不到 2%。

**投机（市盈率上升与下降）**　总收益的第三个驱动力是投机。如果大部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分投资者认为公司的收益增长速度会高于平均水平，股票的价格就会因为更大收益增长率的预期而上涨。正是因为这个原因，网络股在 20 世纪 90 年代后期不断走高，房地产股在这 10 年期间不断膨胀。这些股票的价格只是在根据分析师和投资者的预期收益进行调整。以网络股为例，当实际收益结果大大低于预期的时候，这个行业的价值就崩溃了。

投机行为造成的市场波动性比实际收益变化高出 10 倍，比红利变化高出 100 倍。如果你能占卜未来，能够预测大众的想法，那么你就能从变动的市场估值中大发横财。从个人角度来说，我从来没有过这种鸿运。

从短期来说，投机行为会造成股票价格波动；但从长期来说，投机性喧嚣往往会抵消股票价格的任何经济增长推动力。投机是无法预测的，因此没有必要试图将这一变量因素纳入长期预测之中。我们不可能预测投资者会如何看待下个星期、下个月或明年的市场价值，更不用说 30 年以后了。在后面的预测中，我们假定股票市场的市盈率一直保持在目前水平，从而剔除了投机因素。

### *预期债券收益*

看懂债券的预期收益比股票的预期收益要容易得多。国债预期收益等于利息派发，加上利息的再投资，加上或者减去债券到期前预期通胀率的意外变化。在对公司债券进行估值的时候，还有第四个和第五个定价因素：公司债券的信用质量和公司的买入期权。

通胀率与所有债券之间存在着直接的反比关系。当通胀率上升的时候，债券价格就会下跌；而当通胀率下降的时候，债券价格就会上升。图 17.7 突出显示了长期通胀与中期国债收益之间的关系。

图 17.7 勾画了美国债券市场历史上最为动荡的时期之一——通胀率在 20 世纪 80 年代飙升到两位数，利率也紧随其后。从长期来说，中期国债取得了超出通胀率 2% 的收益，尽管因为通胀率的变化出现了收益滞后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



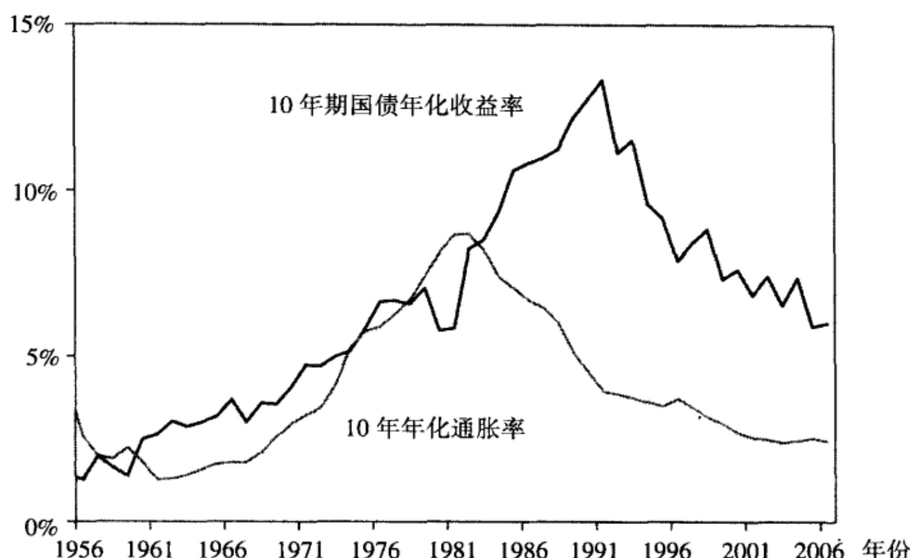



**图 17.7 10 年年化通胀率和国债收益率**

资料来源：美联储。

超出通胀率2%的收益叫做债券风险溢价。这是我们在表17.2中使用的数字。ETF是有投资成本的，假设该成本为每年0.5%，那么中期国债ETF从长期来说就能预计实现扣除费用之后的1.5%溢价。

因为违约可能性的缘故，公司债券的风险高于国债。由此，它的预期收益更高。违约风险溢价历史上比同期限国债的收益高0.5%～0.8%左右。因此，公司债券ETF基金的预期风险溢价为扣除管理费后高出通胀率2%。

## 预　测

表17.2的预测是用市场收益率的主要驱动力来计算的：通胀率、收益增长率、历史风险溢价、利息和红利。如要细致论述表中所采用的预测方法的运作原理，我们需要的篇幅远远超过本书。虽然该表可能会有错，但可以是个起点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本章中的所有投资组合都不含商品或货币 ETF 基金，因为我认为纯商品和货币投资产品会减少投资组合的预期长期收益。有关商品收益率的学术研究得出的结论五花八门，从而很难断定过去的表现如何，更不用说预计未来收益了。在本书中，商品和货币被看做是交易工具，而不是长期投资品种。商品投资品种将在本书第十九章有关主动投资组合管理策略中详细论述。

被动投资主要采用的是静态股票和债券配置。表 17.2 帮助你预测基准指数 ETF 基金的资产配置能够产生的收益。如果你创建了一个核心/探测投资组合，那么你探测的成分越大，成本也就越高，且并不能保证产生更高的收益。你也有可能选择合适的探测策略，在增加投资组合风险之上提高收益。

## 小　结

所谓被动投资，就是长时间持有大部分为基准指数 ETF 基金的投资组合，且只有在投资组合的再平衡，或增加或撤出现金的时候才进行交易。被动投资组合的收益目标是，要实现市场收益，而不是努力跑赢市场。

被动投资的做法直截了当。根据你的长期金融目标，首先选择你希望纳入投资组合中的大市资产类别，然后挑选能代表这些资产类别的低成本 ETF 基金。不要试图通过预测经济变化或编制价格走势图来预测市场时机。长期下来，市场会发生变化，投资组合也会偏离其最初的配置。维持配置的一致性的方法是，ETF 基金的定期再平衡，从而将投资组合拉回到最初的配置比例。

许多人并没有准备好实施完全被动型投资策略。这时，核心/探测策略就能助他们一臂之力。希望通过承担稍微多一点风险来跑赢市场的投资者，可以将他们的投资组合分为基准指数 ETF 基金加上比较大胆的策略，目标是要在核心部分实现市场表现，在探测部分胜出市场。通过使用核心/探测策略来实现更高收益，这是值得追求的目标，虽然难度很大，而且成本更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第十八章

# 生命周期投资管理

人生短暂，变幻万千。能满足你今天的需求的最合适的 ETF 基金投资组合，不一定是你 20 年后的需要。生命周期投资策略是随着你经过人生的各个阶段，来调整你的 ETF 基金在各种资产类别中的配置。

生命周期投资策略非常直观，因为它遵循的是有关随着我们年龄的增长而发生变化的风险和收益指标的传统型投资组合管理理念。本章所提供的跟踪基准指数的 ETF 基金投资组合举例，是投资组合构建的一个很好的起点。该投资组合可以根据不同生命周期的不同需要进行调整。这些例子并不是为了构建万能型投资组合模型，因为它们没有考虑到每个人生活中的诸多细微之处和独特的经济状态。

本书第十七章介绍了资产配置和被动投资理论。学术研究已经表明，资产配置覆盖了长远角度说绝大部分的投资组合风险和收益。因为这个缘故，资产配置是你在投资组合管理中需要作出的最为重要的单项决定。

生命周期投资是调整不同年龄段投资组合资产配置的一种做法。年轻的时候，人们常常都是进取性比较强的投资者，因为他们可以投入的资金很少，还有很多年的工作时间来弥补任何损失。进入中年的时候，投资者变得保守，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



意识到了生命的局限性。在接近退休的时候，则变得更加保守。退休的准备常常包括卖掉企业或者从养老金中提取大量展期资金。年迈的退休者面临很多其他问题，比如传承家庭财富。

## 生命周期模型

进取型和保守型投资的定义因人而异。一个40岁的人可能会觉得把65%的份额配置给股票很具进取性，而另一个40岁的人可能认为80%股票的配置属于保守。本章走的是中间道路，每个人生阶段的资产配置建议对于该年龄段而言既不是过度保守，也不是过度进取。相反，我们建议的是一种适中的配置。你的配置有可能迥然不同，只有你才能决定什么样的配置对于你的胃口来说属于过于保守或过于进取。

不同年龄的人的经济需求和投资观念各不相同。我在已出版的一本书《全天候捍卫你的财富》中，把投资者划分为四大年龄周期：存款期、积累期、临近退休期和退休期。本章的论述采用的是类似的年龄周期分类，只是略微做了些修订。

如果你对核心/探测策略感兴趣，投资组合中的许多基准指数ETF基金就可以用战略指数ETF基金来取代。差别在于，与基准指数相比，投资成本更高，跟踪偏差更大。

### *人生四大投资阶段*

本章要讨论人生四大投资阶段：早期存款阶段、中年积累阶段、临近退休阶段和成熟退休阶段。临近退休阶段还包括退休前的一个5年期。

***早期存款阶段*** 该阶段的投资者正处于事业和家庭的起步阶段，他们用寥寥的资产和大量的雄心开始自己的储蓄计划。这个周期的年龄段通常是29~39岁。早期存款者在他们的资产配置上可以，也应该在自己感到安心的前提下尽可能具有进取性。该年龄段的风险是，投资组合的延伸范围超出了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对风险的心理承受程度。

**中年积累阶段** 该阶段的投资者事业和家庭已有建树，他们积累的东西有很多——从汽车、住房、资产，到子女。年龄为40～59岁的积累者知道自己在事业和家庭方面的成就，很清楚将来的预期是什么。一般来说，中年积累者开始减少风险较大的资产敞口风险，特别是在接近55、56岁直至接近60岁的时候。

**临近退休阶段** 该阶段的投资者已经临近退休，正处于走向退休的转折期，是享受自己劳动成果的活跃退休者。这是财富积累速度降低或停止的第一个阶段，也是财富分配的开始。因此，这也是资产配置中需要现金部分的第一个阶段。这个阶段一般包括60～75岁的群体。

**成熟退休阶段** 该阶段的投资者，也叫完全退休投资者，不再像过去那样活跃。他们有着不同的需求——从长期护理到不动产规划问题。在这个阶段，经济事务常常与子女和其他家庭成员共同决定。给继承人和慈善机构馈赠是常见情形。

各个阶段的投资者都有些类似的金融目标和类似的担忧。类似的目标包括，对经济安全性的渴望和对缴付所得税的追求；类似的担忧包括，害怕把钱花光和害怕在需要的时候医疗保障覆盖不足。无论是哪个年龄段，这些共同的目标和担忧都在每一种资产配置中考虑在内。

不同投资者的不同之处，比相似之处多。不同之处包括，个人投资经历、事业的艰难之处、教育水平、健康状况、家庭状况、风险承受能力、个性强弱，有时还有法律意识方面的不同。

图18.1用股票、债券和现金的配置，勾画了典型生命周期投资模型。图中只显示了流动的退休资产，没有包含应急现金和住房所有权。这些模型都属于中间道路，并不适合所有人。对你来说合适的资产配置应该是能为你实现你的金融目标提供最大可能性，同时又没有超出你的金融风险承受范围的任何一种组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



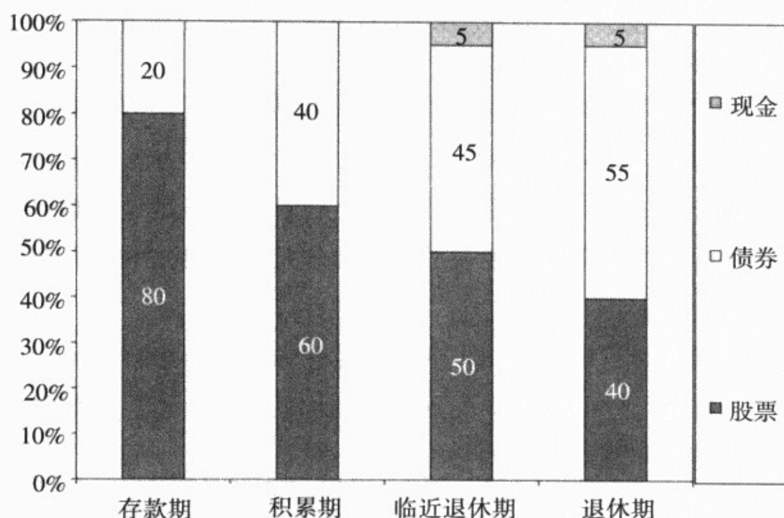



**图 18.1　生命周期资产配置指南**

## 人生各阶段的 ETF 基金投资组合

我们为生命周期的每个阶段都提供了两个投资组合；第一个只使用低成本基准指数 ETF 基金，第二个只使用战略指数 ETF。基准指数 ETF 投资组合是每个类型或风格的基于市场的低成本指数基金；战略指数 ETF 投资组合代表的是其他投资选择，也就是成本高于基准指数 ETF 投资组合。

每个阶段的第二个投资组合所选择的战略指数 ETF，代表的是可以取代基准指数 ETF 基金的投资产品类型。希望采用核心/探测策略的投资者，可以把第一个投资组合和第二个投资组合综合在一起。进取性更强的投资者可以选择一个完全战略指数 ETF 基金投资组合。

战略指数 ETF 基金的选择在生命周期策略中越来越保守。进取型、增长型 ETF 基金被选作早期存款者投资组合的证券基金，而保守型、红利派发型 ETF 基金基金重点体现在临近退休者投资组合中。固定收益选择品种也逐渐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



趋于保守，虽然许多固定收益基金仍然跟踪基准指数——只有少量固定收益ETF基金跟踪的是战略指数。

投资组合中的战略指数ETF基金，代表的是可以使用的基金。本书提及这些基金并不应被认为是对这种产品的支持，虽然我认为许多此类ETF基金都是很不错的产品，包括有些非常独特的主题基金，但是这些基金会不会实现它们所声称的超越基金指数表现的目标，却是无从得知的，尤其是这些基金还涉及较高的成本。

本章中的基准指数投资组合，是启动适合你的基金组合设计过程的一个很好的起点。首先，你要将资产配置调整到你的需求，然后再增减基金，以适合你的个人需求和愿望。

投资选择的考虑内容应该至少体现你的收入水平、储蓄率、税收率、固定职工退休计划期权、不动产计划问题、特殊家庭情形和对投资风险的主观与客观承受能力。

本章中的所有投资组合都不包含商品或货币ETF基金，原因与论述被动投资的第十七章不将其包含在内的原因相同。我相信，纯商品和货币投资产品会减少投资组合的长期预期收益。商品投资品种作为一种交易工具纳入了本书第十九章有关主动投资组合管理策略的论述中。

### 第一阶段：早期存款阶段

开始积累财富的重要组成部分是储蓄的持续性。对于早期存款者来说，投资的最重要组成部分就是一个持续储蓄计划。对这些储蓄的管理也十分重要，但是首先还是要有一个定期储蓄计划。理想的话，年轻人在开始他们第一个全职工作的同时，就开始一个储蓄计划。

年轻的投资者可以且应该在他们的投资配置上更具进取性，因为他们还有许多年才会用上退休的钱。更具进取性的投资组合预计能实现更高的收益率，从而在退休的时候能有更多的钱。

年轻的投资者还有时间上的优势，允许他们弥补过去的投资错误。他们还有一个退休者已经不再有的宝贵财富：他们的人力资本。年轻人可以且应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



该投资于他们的教育和培训，从而提高他们最宝贵财富的收益率——也就是他们的劳动力价值。

然而，年轻的投资者的不幸地位是，他们是市场上最缺乏经验的投资者，而这一点常常让他们付出沉重代价。新投资者有时根本不知道自己对金融风险的个人承受能力，许多年轻的投资者认为，自己能应付进取性股票的 100% 波动性。但是，极少有人能够在所有阶段承受进取性股票的 100% 波动性。这一点有可能会在市场低迷的时候，导致错误的投资决策。

早期存款者也许应该把自己的证券配置限定为长期投资品种的 80%。证券 80%、固定收益类产品 20% 的配置，与 100% 证券配置的长期收益基本相同，但是波动性较小。80% 的证券仓位，同时也能让投资者在股票市场下跌的再平衡阶段买入更多股票。见表 18.1 所示。

**表 18.1 早期存款阶段的 ETF 建议**

| 早期存款阶段基准指数 ETF 投资组合举例 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **资产类别** | **百分比（%）** | **基准指数 ETF** | **管理费** | **代 码** |
| **美国股票和 REIT** | **45** | | | |
| 美国整体市场 | 25 | 先锋整体市场 ETF | 0.07 | VTI |
| 小盘价值型 | 15 | 安硕标准普尔 500 小盘价值型 | 0.25 | IJS |
| 微型市值 | 5 | 第一信托 DJ 精选微型市值 | 0.50 | FDM |
| **房地产** | **10** | 先锋 REIT ETF | 0.12 | VNQ |
| **国际股票** | **25** | | | |
| 环太平洋 | 10 | 先锋太平洋 ETF | 0.18 | VPl |
| 欧洲 | 10 | 先锋欧洲 ETF | 0.18 | VGK |
| 新兴市场 | 5 | 先锋新兴市场 ETF | 0.30 | VWO |
| **固定收益类** | **20** | | | |
| 美国整体债券 | 10 | 先锋整体债券 ETF | 0.11 | BND |
| 通胀保值型 | 5 | 安硕 Barclays TIPS | 0.20 | TIP |
| 高收益公司债券 | 5 | 安硕 iBoxx 高收益公司债券 | 0.50 | HYG |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| 早期存款阶段战略指数 ETF 投资组合举例 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 资产类别 | 百分比（%） | 基准指数 ETF | 管理费 | 代码 |
| **美国股票和 REIT** | **45** | | | |
| 定量基金 | 30 | PowerShares Dynamic Aggressive Growth | 0.60 | PGZ |
| 主题基金 | 10 | Claymore Ocean/Tomo Patent | 0.60 | OTP |
| 小盘 | 5 | PowerShares Zacks 微型市值 | 0.60 | PZI |
| **房地产** | **10** | SPDR DJ Wilshire 国际房地产 | 0.59 | RWX |
| **国际股票** | **25** | | | |
| 全球主题 | 10 | SPDR FTSE/Macquarie Global Infrastructure | 0.60 | GII |
| 国际小盘 | 10 | SDPR 标准普尔国际小盘 | 0.60 | GWX |
| 新兴市场 | 5 | Claymore BNY BRIC ETF | 0.60 | EEB |
| **固定收益类** | **20** | | | |
| 高收益公司债券 | 10 | 安硕 iBoxx 高收益公司债券 | 0.50 | HYG |
| 优先股 | 10 | 安硕标准普尔美国优先股指数 | 0.48 | PFF |

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

## 第二阶段：中年积累阶段

随着逐步进入中年，人会在身体、感情、事业和经济上成熟起来。中年投资者对他们的资产的态度不同于早期存款阶段。此时需要用不同的资产配置，帮助他们根据变化了的环境来设计他们的投资组合。

在中年时期，大部分人看到了自己的事业、生活方式和私人事宜都是有上限的。人们在 45 岁之前已经度过了自己职业生涯的一半，他们已经全职工作了大约 20 多年，很可能还会全职工作 20 来年。他们得到的报酬正在增长，退休储蓄正在开始积累。

此外，他们可能在数个行业做过几份工作。他们犯下过投资错误，目睹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过经济衰退，看到过利率和股市的上蹿下跳。

中年是人生的中间点，也是人们比以往任何时候都能更加清晰地看到自己的经济未来。他们对退休后的情形第一次形成了合理的想法，开始盘算自己需要多少钱才能保持退休后的舒适生活。

中年积累者只要非正式地总结一下自己的经济状况，就会导致储蓄和投资计划的改变，以便更加吻合自己的长期设想。伴随这种变化的是投资组合的调整，投机性投资行为一般都会消失，投资组合中的核心部分更加突出。表 18.2 提供了中年积累阶段可以持有的投资组合举例。

**表 18.2 中年积累阶段的 ETF 建议**

| 中年积累阶段基准指数 ETF 投资组合举例 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **资产类别** | **百分比（%）** | **基准指数 ETF** | **管理费** | **代码** |
| **美国股票和 REIT** | **30** | | | |
| 美国整体市场 | 15 | 先锋整体市场 ETF | 0.07 | VTI |
| 小盘价值型 | 10 | 安硕标准普尔 600 小盘价值型 | 0.25 | IJS |
| 微型市值 | 5 | 第一信托 DJ 精选微型市值 | 0.50 | FDM |
| **房地产** | **10** | **先锋 REIT ETF** | **0.12** | **VNQ** |
| **国际股票** | **20** | | | |
| 环太平洋 | 8 | 先锋太平洋 ETF | 0.18 | VPL |
| 欧洲 | 8 | 先锋欧洲 ETF | 0.18 | VGK |
| 新兴市场 | 4 | 先锋新兴市场 ETF | 0.30 | VWO |
| **固定收益类** | **40** | | | |
| 美国整体债券 | 26 | 先锋整体债券 ETF | 0.11 | BND |
| 通胀保值型 | 7 | 安硕 Barclays TIPS | 0.20 | TIP |
| 高收益公司债券 | 7 | 安硕 iBoxx 高收益公司债券 | 0.50 | HYG |
| **美国股票和 REIT** | **30** | | | |
| **房地产** | **10** | SPDR DJ Wilshire 国际房地产 | 0.59 | RWX |
| **国际股票** | **20** | | | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| 中年积累阶段战略指数 ETF 投资组合举例 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **资产类别** | **百分比（%）** | **战略指数 ETF** | **管理费** | **代码** |
| 全球价值型 | 10 | PowerShares International Dividend Achievers | 0.50 | PID |
| 小盘价值型 | 5 | 智慧树国际小盘红利 | 0.58 | DLS |
| 全球主题 | 5 | Global Alternative Energy ETF | 0.60 | GEX |
| **固定收益类** | **40** | | | |
| 公司债券 | 20 | iShares Barclays Credit | 0.20 | CFT |
| 房屋抵押贷款 | 20 | iShares Barclays MBS Fixed Rate | 0.25 | MBB |

资料来源：Portfolio solutions，LLC.

## 第三阶段：临近退休阶段

临近退休阶段分为两个时期：退休前规划期和退休后享受期。人一般在脱离全职工作之前2～5时进入退休前规划期。退休前时期既是一个态度调整时期，又是一个经济过程。

在退休前时期，有很多问题需要回答，其中有些很让人困惑。到时你的钱够退休吗？你的钱会不会在寿终正寝之前耗尽？你每年能取多少钱？你还能为你支持的慈善机构捐助吗？你能不能帮助支付你孙子辈的教育费用？由于这些问题的答案最多也就是个预计，人们在临近退休的时候变得最为保守。

许多即将退休者都把自己的投资组合，变成他们自认为最适合自己未来的保守型投资产品。有时，这一转变过于保守。有些人把很大一部分储蓄配置成低收益的现金和短期固定收益类投资产品。然后在他们舒舒服服过上退休生活的时候，又把自己的部分持有资产重新投入证券市场。这种并非计划之中的市场时机的把握，并不可取。即将退休者需要规划退休以后的一两年，然后相应地配置自己的投资组合。

即将退休时期的大部分人遇到的一个问题是，他们可以在不动本金的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



况下，从他们的投资组合中安全地取出多少钱？有关这一问题，已经有过数项学术研究，都认定大约4%的提取比例。然而，这个比例的前提假设条件是，你打算在自己一步步进入老年的时候，每年花费经过通胀调整后相同的钱数；它还假定你打算把自己的经过通胀调整的全部退休资产都传给你的继承人。这两项假定条件可能都不准确。大部分人在退休的头几年花钱较多，之后花钱则较少。此外，如果你并不打算把自己的退休储蓄传给继承人，那么在退休期间花费本金是没有问题的。

退休期间的收入可以以多种方式，通过投资组合来产生现金收入。利息和红利收益就是两个来源。另外，还有投资组合的每年再平衡。你可以轻而易举地算出投资组合能为你产生多少收入，然后在再平衡中提取任何差额。

从全职工作转向退休，标志着投资组合新投资阶段的开始。投资组合将从积累转向分配，这就意味着投资者不久就会停止投入资金，并开始取出其中的一部分。相应地，刚刚退休者可能会希望减少他们在风险比较大的资产的配置比例，并存起一部分现金。表18.3突出显示了两种ETF投资组合，依据的是对于进入退休时期和已经身处早期退休时期的人们来说，比较合适的资产配置比例。

**表18.3　临近退休阶段的ETF建议**

| 临近退休阶段基准指数ETF投资组合举例 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **资产类别** | **百分比（%）** | **基准指数ETF** | **管理费** | **代　码** |
| **美国股票和REIT** | **30** | | | |
| 美国整体市场 | 23 | 先锋整体市场ETF | 0.07 | VTI |
| 小盘价值型 | 7 | 安硕标准普尔600小盘价值型 | 0.25 | IJS |
| **房地产** | **5** | 先锋REIT ETF | 0.12 | VNQ |
| **国际股票** | **15** | | | |
| 环太平洋 | 6 | 先锋太平洋ETF | 0.18 | VPL |
| 欧洲 | 6 | 先锋欧洲ETF | 0.18 | VGK |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| 临近退休阶段基准指数 ETF 投资组合举例 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **资产类别** | **百分比（%）** | **基准指数 ETF** | **管理费** | **代　码** |
| 新兴市场 | 3 | 先锋新兴市场 ETF | 0.30 | VWO |
| **固定收益类** | **45** | | | |
| 美国整体债券 | 30 | 先锋整体债券 ETF | 0.11 | BND |
| 通胀保值型 | 10 | 安硕 Barclays TIPS | 0.20 | TIP |
| 高收益公司债券 | 5 | 安硕 iBoxx 高收益公司债券 | 0.50 | HYG |
| **现金** | **5** | | | |
| **临近退休阶段战略指数 ETF 投资组合举例** | | | | |
| **资产类别** | **百分比（%）** | **战略指数 ETF** | **管理费** | **代　码** |
| **美国股票和 REIT** | **30** | | | |
| 大盘价值型 | 18 | First Trust Large Cap Value Opprt. AlphaDex | 0.70 | FTA |
| 小盘价值型 | 7 | Rydex 标准普尔 600 小盘纯价值型 | 0.35 | RZV |
| 技术型 | 5 | PowerShares DWA Technical Leaders Portfolio | 0.60 | PDP |
| **房地产** | **5** | iShares Cohen & Steers Realty Majors | 0.35 | ICF |
| **国际股票** | **15** | | | |
| 国际价值型 | 5 | 智慧树 DIEFA 基金 | 0.48 | DWM |
| 全球成长型 | 5 | Claymore/Robeco Developed World Equity | 0.65 | EEW |
| 小盘价值型 | 5 | 智慧树国际小盘红利 | 0.58 | DLS |
| **固定收益类** | **45** | | | |
| 国债 | 20 | Ameristock/Ryan5 年期国债 | 0.15 | GKC |
| 公司债券 | 20 | 安硕 Barclays Intermediate Credit | 0.20 | CIU |
| 通胀保值型 | 5 | 先锋 TIPS ETF | 0.11 | (TBD) |
| **现金** | **5** | | | |

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



### 第四阶段：成熟退休阶段

好的消息是，人活得更长了；坏消息是，我们所有人早晚都会离开人世，“青春之泉”还没有找到。这就意味着我们最终都需要脱离我们的经济事务，以便在我们不能照料自己的时候事发预备找好照料我们的人，并且有可能准备让继承人继承我们留给他们的财富。

挑选一个人或数个人来接管我们的经济事务，这是必须提前很久做的事，也就是趁你还有能力作出这种决定的时候。找到帮手后，你必须全盘告知你的经济状况，包括所有保险和你可能签订过的久违的商务合约。了解你的不动产计划也很重要，尤其重要的是你的遗嘱、信托资料和其他重要文件放在什么地方。

成熟退休阶段的投资组合的投资资产配置有可能各不相同，取决于其中到底有多少钱，以及谁将得到这些钱。有关这一问题的经典思路是，用一种保守管理的投资组合，来帮助退休者度过人生最后的日子。

有关晚年财富管理的更深层次考虑，涉及不动产管理的所有方面。投资组合的资产配置是该过程的一部分。如果退休者退休后不需要其所有流动资产，那么投资组合配置也许应该部分反映将要继承该投资组合的继承人的投资目标。在这种情况下，资产配置和投资选择就应该同时包括退休者的需求和继承人的需求。

我们举个综合资产配置的例子。假设有位 75 岁的退休者，已经指定两个成年孩子为他退休投资组合的受益人。两个孩子的年龄分别是 41 岁和 43 岁。该退休者的合适的资产配置也许应该是 40% 股票、60% 债券和现金。对于受益人来说，合适的配置可能是 60% 股票、40% 债券。假设退休者不需要从投资组合中提取什么钱，因为他有其他收入来源，那么 50% 股票、50% 债券的平分式配置可能比退休者的 40% 股票、60% 债券的配置更为合适。这种配置体现了退休者最低收入需求和受益人长期增长需求之间的平衡。

表 18.4 提供了成熟退休阶段的两个 ETF 投资组合举例。第一个投资组合假定配置中只考虑了退休者的需要，第二个投资组合假定投资组合为退休者和继承人之间的平分配置。两个投资组合中都包含了现金，以便照料账户主人的眼前需求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



**表 18.4 成熟退休阶段的 ETF 建议**

| 成熟退休阶段基准指数 ETF 投资组合举例 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **资产类别** | **百分比（%）** | **基准指数 ETF** | **管理费** | **代 码** |
| **美国股票和 REIT** | **30** | | | |
| 美国整体市场 | 20 | 先锋整体市场 ETF | 0.07 | VTI |
| 小盘价值型 | 5 | 安硕标准普尔 600 小盘价值型 | 0.25 | IJS |
| REIT | 5 | 先锋 REIT ETF | 0.12 | VNQ |
| **国际股票** | **10** | | | |
| 环太平洋 | 5 | 先锋太平洋 ETF | 0.18 | VPL |
| 欧洲 | 5 | 先锋欧洲 ETF | 0.18 | VGK |
| **固定收益类** | **55** | | | |
| 美国整体债券 | 45 | 先锋整体债券 ETF | 0.11 | BND |
| 通胀保值型 | 10 | 安硕巴克莱 TIPS | 0.20 | TIP |
| **现金** | **5** | | | |

| 平分式配置战略指数 ETF 投资组合举例 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **资产类别** | **百分比（%）** | **战略指数 ETF** | **管理费** | **代 码** |
| **美国股票和 REIT** | **35** | | | |
| 大盘价值型 | 23 | First Trust Large Cap Value Opprt. AlphaDex | 0.07 | VTI |
| 小盘价值型 | 7 | Rydex 标准普尔 600 小盘纯价值型 | 0.25 | IJS |
| REIT | 5 | 先锋 REIT ETF | 0.12 | VNQ |
| **国际股票** | **15** | | | |
| 环太平洋 | 6 | 先锋太平洋 ETF | 0.18 | VPL |
| 欧洲 | 6 | 先锋欧洲 ETF | 0.18 | VGK |
| 新兴市场 | 3 | 先锋新兴市场 ETF | 0.30 | VWO |
| **固定收益类** | **48** | | | |
| 美国整体债券 | 38 | 先锋整体债券 ETF | 0.11 | BND |
| 通胀保值型 | 10 | 安硕 Lehman TIPS | 0.20 | TIP |
| 高收益公司债券 | 5 | 安硕 iBoxx 高收益公司债券 | 0.50 | HYG |
| **现金** | **2** | | | |

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 小 结

生命周期投资是一种非常可靠的投资组合设计和管理办法，该策略尤其适合积累为中等财富并在退休时持有该财富的人们。如果把生命周期投资当做终身投资计划的根基，就能为投资组合提供一个结构和连续性。

年轻的投资者可以颇具进取性地使用自己的储蓄，因为他们还有很多年来弥补错误。同时，年轻的投资者没有太大的赌注，因为他们还没有积累起大量的财富，他们拥有的最重要的资产是他们的时间。

投资者的风险偏好随着年龄的增长而发生变化。到了中年的时候，人们开始往前看，并且第一次开始考虑事业结束时的退休问题。投资者在接近退休年龄和退休后第一年的时候最为保守。成熟退休阶段的许多人需要从他们的投资组合中提取收入，有些人已经拥有足够的资金来维持自己的生活方式，常常将配置一分为二，以便他们的继承人受益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第十九章

# 主动投资管理

用ETF基金进行主动投资组合管理，是为一个投资组合选择基金，旨在超过市场基准表现的策略。挑选ETF的目的是为了实现与接近基准收益的被动策略形成鲜明的对比。

主动投资组合管理至今仍然是金融市场普遍首选的投资方式。然而，颇有讽刺意味的是，主动投资与被动投资的比较结果显然是被动方式占优。超过基准指数表现是非常困难的，尽管如此，大量投资人都顽固地认为自己最终总会有一天找到，能够持续产生卓越效益的一个主动方式。

用ETF实施投资组合主动管理的方法数不胜数，不可能用寥寥数页的篇幅把所有方法都讨论一番，不过，我已经尝试着把其中的一些方法归纳成几个类别。

本章讨论的四大主动管理策略是：自上而下法、自下而上法、动能法和技术法。自上而下的分析是从决定买入哪些ETF时研究全球经济展望开始；自下而上法注重的是测定某行业的收益质量，以便确定价值最大的品种；动能投资者买入的是收益最高、基本面在加速的ETF；技术分析涉及ETF价格趋势和形态的研究，以便作出投资决策。

这4种主动策略往往都会以某种形式相互重叠。例如，如果某个行业按

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



照自上而下分析已经成熟，进入增长期，那么它的收益基本面一般都在改善，意味着动能出现在收益和价格走势，且它们的股价走势图表现出有利形态。主动投资者可能会用数种组合方法来选择 ETF 进行关注，并最终买入。你可能会用自上而下或自下而上的分析找到有吸引力的投资品种，然后用动能指标和技术形态来确定你的交易时间。

所有主动投资策略都会在一段时间奏效，但没有一种策略会在所有时候都奏效。无论你决定采用哪种主动策略，一定要坚持不懈，一定要关注成本，一定要耐下心来，一定要实事求是地看待胜过市场的前景。

## 名义收益与风险调整收益

投资组合可以有两个途径胜过市场：名义上的胜出和风险调整后的胜出。ETF 或 ETF 投资组合的收益，如果没有同时用名义因素和风险调整因素来对比合适的被动市场基准的表现的话，这种收益就可能被误读。

名义收益是财经媒体报道的数字。名义上胜过市场意味着，仅仅在百分比的点数上超出了市场表现。例如，如果某个 ETF 获得了 12% 的收益，而可比的基准指数收益为 10%，那么该 ETF 就是名义上超出市场表现 2%。大部分人都是根据这一信息作出有利于该 ETF 的判断的。

比较名义收益只是工作的一半，另一半是风险。在判断主动投资策略相对于市场基准的表现时，投资风险是一个重要的考虑因素。风险调整收益是在两个层面上比较 ETF 和市场的表现。如果 ETF 获得了 12% 的收益，波动性巨大，而可比基准指数获得的收益是 10%，波动性很低，那么从风险调整尺度说，该 ETF 的表现可能低于指数。但是，如果某个 ETF 只有 8% 的收益，而市场实现了 10%，假如该基金的波动性远远低于市场的话，ETF 的表现有可能跑赢了市场。

衡量一个投资组合的风险调整收益的方法有很多。表 19.1 显示了采用夏普比率的差异，这是 1990 年诺贝尔经济学奖获得者威廉 · F · 夏普（William F. Sharpe）开发出的一个风险调整收益衡量尺度。夏普比率是对一项投资的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



风险/收益与一个合适的指数的风险/收益的粗略比较。胜出的投资所实现的每个风险单位的收益大于其基准。

**表 19.1　名义收益与风险调整收益**

| | 年度收益 | 标准差 | 夏普比率 | 名义收益 | 风险调整收益 |
|---|---|---|---|---|---|
| 投资组合 A | 8 | 10 | 0.40 | 最低 | 最高 |
| 投资组合 B | 12 | 30 | 0.27 | 最高 | 最低 |
| 基准 | 10 | 17 | 0.33 | | |
| 国债 | 4 | | | | |

计算夏普比率［$S(x)$］的公式是：

$$S(x) = (rx - RF) / StdDev(x)$$

其中：

$x$ 是一项投资

$rx$ 是该投资的年均收益率

$RF$ 是国债的收益率，即无风险收益率

$StdDev(x)$ 是按照标准差衡量的 $rx$ 的波动性

主动投资组合管理有一个目标：胜过基准。是否实现了这一目标，应该同时用扣除所有管理费和费用后的名义收益和风险调整收益来衡量。理想的话，你选择的主动策略能够实现名义收益和风险调整收益的双双胜出。如果仅仅是风险调整收益胜出，那也不错，但是如果名义收益不够高的话，你有可能实现不了你的金融目标。

## 自上而下策略

自上而下型投资者，首先是从太空船上俯瞰全球经济。其理念是要找到全球市场的宏观经济趋势，努力确定哪些国家、哪些行业从这些趋势中获利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最大。然后，ETF 投资者挑选能够代表这些行业和国家的基金。如果分析正确的话，该投资组合就会超出其基准表现。

证券市场的价格和变化与某经济体发生的变化有一部分关系。因此，公共机构和私人调研公司发表的经济文章，对于自上而下型投资者来说就是十分重要的信息。此类机构公布的内容包括大范围的数据，比如工厂产值、就业趋势、货币政策数字、财政税收数据、贸易平衡数字、商品供应量和批发价格等。

随着宏观经济画面的形成，投资思路开始出现。例如，假设石油的全球供应正在上升，价格正在快速下跌，石油价格的下降会导致能源公司的经营利润下滑。因此，你可能会决定要通过卖出与能源相关的 ETF，或者买入某个做空能源股票的 ETF，从而降低能源公司在投资组合中的比重。石油价格下跌的受益者是交通、运输和公用事业公司。如果你的分析正确的话，加大航空公司、汽车制造和公用事业股票的比重有可能会产生额外的收益。

国别配置是利用全球石油供应信息的另一个方式。石油价格的下跌会伤害一些商品驱动型经济体的出口，有助于进口石油的国家。中美洲、加拿大和俄罗斯都是自然资源驱动型经济体，会因为自然资源价格的下跌而受到伤害，而西欧、日本和美国却是石油和其他自然资源的最大进口国（地区）。投资者可以卖出或者做空加拿大、中美洲和俄罗斯 ETF，买入大市日本和欧洲 ETF 并加大美国 ETF 的风险仓位。

商品价格仅仅是自上而下分析中的很小一部分，如果分析正确的话，宏观层面上的许多思路都可以利用，其中有些思路是众多国家的人口老龄化、科技是如何改变商业和贸易的、全球暖化和其他环境问题，以及政治上的变化及其对商业、贸易和税收的影响。从太空船上俯瞰全球经济有助于你创建你的投资组合仓位，以便利用全球性变化，并有可能在不承担额外风险的情况下产生高于被动基准的收益。

### *经济周期分析*

全世界每个国家都会出现从繁荣到崩溃的经济周期，发生的时间、持续时间和幅度各不相同。就连发达的大国也不断地从繁荣走向衰退，然后又从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



衰退回到繁荣。新兴经济体的周期波动性往往更大，因为其经济体的多样化程度不如发达市场。有些国家，经济下滑已经持续了数年，甚至数十年。

经济周期是用GDP（国内生产总值）来衡量的，即一个国家的商业产出水平。一个国家的GDP从来都不稳定，要么增长速度上升或下降，要么进入收缩。

GDP周期可以用一种波浪形态来显示，该波浪分为4个阶段：扩张期、繁荣期、收缩期和衰退期。在经济收缩期导致出现了衰退阶段后，增长期开始再现，导致进入扩张期。图19.1显示的就是该经济波浪。资产类别的买卖位置将在本章的后半部分讨论。

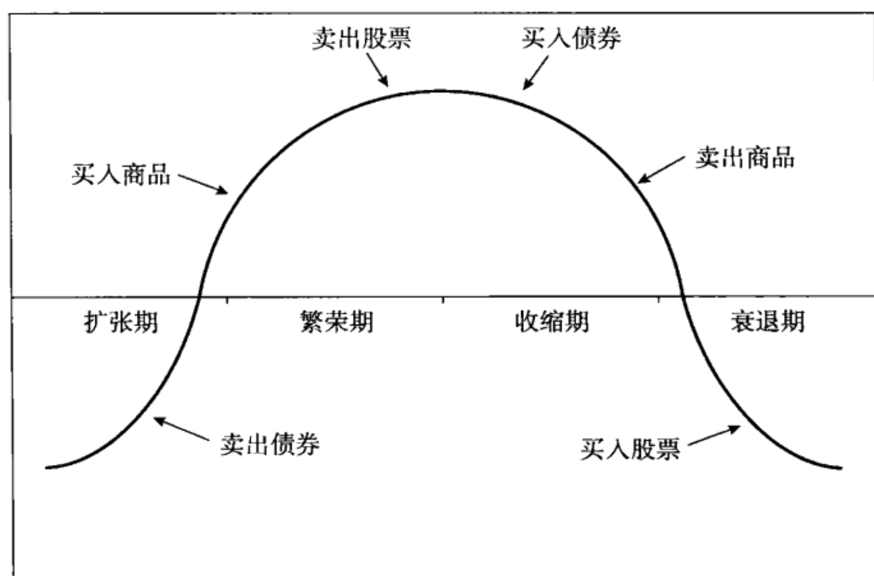



**图19.1　经济周期**

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

经济周期各个阶段的特征表现为，变化的就业率、工业生产率和利率。资产价格变化有时会出现在商业周期各个阶段之前，有时则会与之同步变化。由此，经济周期就提供了跟踪、预测经济活动并进行适当资产类别投资的方法。

经济周期的典型演变过程如下：

**繁荣期**。经济很强盛——人们得到工作机会并在赚钱，对商品和服务的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



需求上升。在某个时刻，需求会超过供给，从而造成消费价格的普遍上涨（通胀）。随着价格上涨，人们要求提高工资和福利。随着这一时期的深入，提高了的员工成本演变成了所售产品和服务的加速价格攀升。

**收缩期**。在价格压力加速的时候，央行提高利率，以便给经济增长降温。借款利率的上升，导致消费者和企业放慢了开支速度。结果，需求的降低导致了企业增长的减速，价格开始稳定。

**衰退期**。如果高利率保持时间太久，需求就会显著降低，各公司就会减少生产，工人被辞退。解雇行为进一步减少需求，因为有工作的工人们开始担心自己的饭碗，因而推迟了消费开支。这就导致了更多解雇，最终造成国内产值的真正下滑。

**扩张期**。央行通过降低利率使得信贷更容易获得。当价格变得足够低的时候，需求开始再次上升，借款成本下降。需求的提高，要求市场提供更多的商品和服务。各公司纷纷招聘人员，人们变得乐观起来，开支增加，周期再次循环起来。

当经济周期的进展不平稳时，有可能出现灾难性后果。美国从 1929 年到 1932 年的大萧条，就是 20 世纪 20 年代增幅太大、增速太快的结果。高通胀率和低失业率，加上政府对贸易伙伴施加的一系列不合时宜的税负，导致美国坠入了一个漫长的衰退时期，也就是人们更加熟悉的萧条时期。在推行了大规模的政府借贷和开支计划之后，美国于 20 世纪 30 年代初走出了萧条。

政府努力管理经济的方法有两个：政府掌管的财政政策（税收和开支）和中央银行的货币政策（利率调整）。如果通胀表现出上升太快，央行就可能决定提高利率，来抑制消费者和企业的开支。此外，政府也可能会提高所得税率，从经济中抽出资金，形成不鼓励企业扩张、雇佣更多工人的局势。然而，如果经济的表现很糟糕，央行有可能会降低利率，政府有可能减少税负，以便刺激消费开支，提高企业投资。

利率在左右经济活动方面起着非常重要的作用。借贷成本的变化最终也会反映在股价中。各公司不得不付出更大的成本才能筹借资金购买设备，才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能为企业日常运营提供资金。个人要为房屋抵押贷款和其他贷款付出更大的成本，才能购买类似汽车这样的消费品。借贷成本的提高，减少了可用于其他经济领域的开支的资金。这样，整体经济增长就会减速，股市就会降温。此外，随着利率的上升，投资者的偏好会从股票收益的不确定性转向债券的更高利息收益。这就进一步压制了股票价格。

## 市场与经济周期

理解经济周期是就资产配置作出宏观决策的一个关键因素。如果能在正确的时候进入正确的市场，你就能在股价上涨的时候赚钱、在股价下跌的时候省钱。有的时候更适合投资于股票、债券和商品。如果你能高瞻远瞩，预测到经济处于经济周期的哪个阶段、什么时候循环圈会发生变化，你就能相应地创建投资组合，并有可能获得超出被动型买入持有策略的表现。

图 19.1 显示了这种重大资产配置将会发生变化的周期时间点。战术性资产配置策略是，试图要把资金转移到预计会有优秀表现的资产类别、把资金从预期会有不良表现的资产类别中撤出。

在运用经济周期来实施战术性资产配置时，有一点必须提醒大家：没有任何确凿证据表明资产类别如图 19.1 所示总是追随着经济周期。而且不要以为经济所在周期位置是依据资产类别表现的。华尔街有一句老话：“股票市场在过去的 4 次衰退中预测出了 10 次。”

## 经济周期中的板块轮动

有些投资者需要保持一个持续的股票和证券的资产配置，他们没有能力（或者不被允许）按照图 19.1 所描绘的那样轮流更换资产类别。板块轮动的目标是，根据经济周期的不同阶段来改变各种风格、类型的股票和债券资产类别的风险敞口，以便实现胜过采用基准指数的被动投资策略的表现。

随着经济的扩张和收缩，价值型股票和成长型股票的表现各不相同，其差异跟大盘股与小盘股之间的差异一样大。债券的期限和类型也有与经济周期交织在一起的周期。长期债券在经济发展到顶峰的时候立刻作出良好反应，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



短期债券在经济已经扩张了几个季度的时候能保持财富价值。如果在正确的时间在公司债券和国债之间转换，投资者也能从缩小中的信贷利差中获利。图 19.2 显示了可以创建的一个简单的轮动策略——使用以证券风格指数和固定收益指数为基准的 ETF。

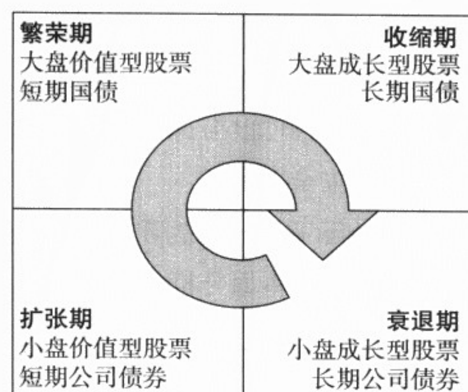



**图 19.2　经济周期应用于股票和债券**

表 19.2 显示了所选行业板块相对于其他板块来说，历史上产生过最高收益的所在经济周期的大约时间点。行业轮动策略的实施，就是加大具体行业 ETF 在其产出最大的时期的比重，在其产出较小的时期避免之。该策略非常热门，在投资界得到广泛应用。结果，所有人都预计会发生的事情往往都不会发生。买方要小心了。

**表 19.2　行业板块 ETF 的时机**

| 扩张期 | 繁荣期 | 收缩期 | 衰退期 |
|---|---|---|---|
| 工业 | 商品 | 金融 | 医疗保健 |
| 耐用消费品能源 | 服务 | 金融 | 金融 |
| 能源 | 原材料 | 运输 | 科技 |
| 房地产 | 房地产 | 公用事业 | 运输 |
| 科技 | 服务 | 医疗保健 | 公用事业 |

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 自下而上分析

像沃伦·巴菲特这样的已经事实证明的专家，一般都喜欢用自下而上的方法来进行投资选择。自下而上型 ETF 投资者要对行业和国家进行广泛的调研，以便形成基于价值的观点。经济因素固然重要，但是经济基本面因素更加重要。事实上，股票市场的下行可以为自下而上型投资者提供他们购买具有吸引力的行业 ETF 所需要的安全边际。

经济基本面分析是一项动态工作，包括研究收益增长驱动力、产品竞争性、股本收益率和红利收益率。基本面分析的一个重要内容是，今后几年行业或一个国家的增长潜力。理想的话，投资者最好拥有成长前景被低估的行业或国家的 ETF。

以下是自下而上型行业 ETF 投资者的几个分析点：

**销售额、收益和账面值**。要用行业的当前市售率、市盈率和市净率来比较市场平均比率。需要积累的是交易低于历史平均水平的行业，而需要避免的是交易远远高于其历史平均水平的行业。

**资产负债表**。平整或改进型公司资产负债表是自下而上行业投资的一个因素，因为它显示了管理的有效性和审慎的资本配置。相对于权益来说，债务正在减少的公司比较可取；而相对于权益来说，债务正在增长的公司则应该避免。

**现金流**。行业的自由现金流大，表明该行业的公司有能力在不增加更多债务的情况下，为自己的运营提供资金，为未来的红利增长留出了空间。

自下而上行业分析的一个办法是，用相对基本面条件的比较来排名。表 19.3 显示的是用一个评分系统实施自下而上型板块轮动策略的举例。每个行业都获得每个类别的一个得分，5 分说明行业的交易水平位于其正常长期估值位置，低于 5 分说明行业的交易高于其正常估值水平，而高于 5 分说明行业的交易低于其正常估值水平。根据自下而上型基本面分析，总分最高的行业被认为是最具投资潜力的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



**表 19.3 用自下而上策略实施 BTF 行业轮动**

| | 原材料 | 周期性 | 能源 | 金融 | 工业 | 房地产 | 服务 | 科技 | 运输 | 公用事业 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 市售率 | 4 | 5 | 3 | 7 | 6 | 2 | 7 | 9 | 7 | 6 |
| 市盈率 | 3 | 5 | 3 | 6 | 7 | 3 | 8 | 7 | 8 | 4 |
| 市净率 | 4 | 6 | 4 | 7 | 6 | 4 | 7 | 5 | 5 | 4 |
| 自由现金流 | 5 | 6 | 7 | 8 | 5 | 4 | 8 | 7 | 4 | 5 |
| 红利收益 | 6 | 6 | 5 | 6 | 3 | 4 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| 负债率 | 5 | 7 | 5 | 4 | 4 | 1 | 9 | 5 | 3 | 6 |
| 股本回报率 | 5 | 4 | 7 | 5 | 5 | 3 | 8 | 7 | 4 | 5 |
| 总平均得分* | 4.6 | 5.6 | 4.9 | 6.1 | 5.1 | 3.0 | 7.6 | 6.4 | 5.1 | 5.0 |

* 买入最高得分，卖出最低得分。

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

投资风格（大盘/小盘/成长型/价值型）也可以用相对估值法来衡量。当一种风格的交易高于其正常估值时，它就被认为高估了；当它的交易低于其正常估值时，它就被认为低估了。

图 19.3 显示的是小盘股与大盘股的市净率比较。在 20 世纪 90 年代的大

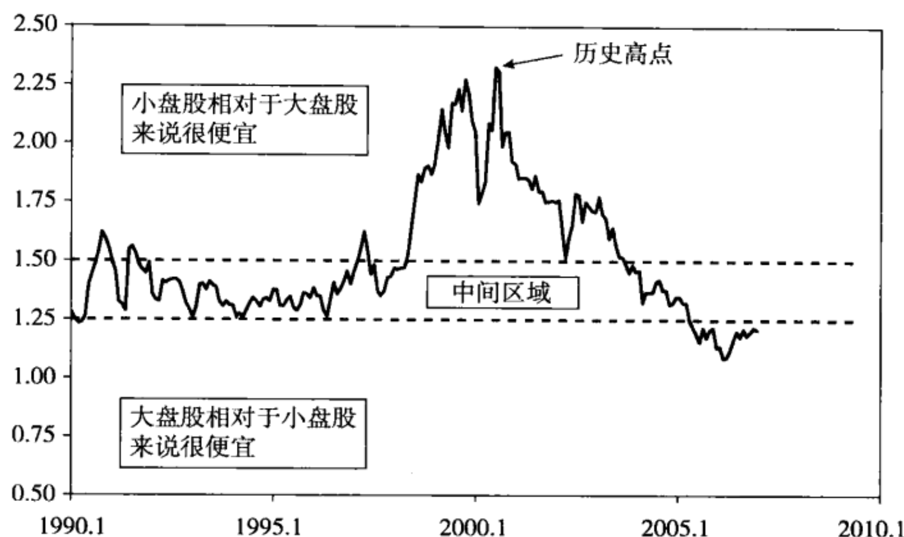



**图 19.3 罗素 1000 市净率与罗素 2000 市净率比较**

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



部分时候，大公司股票的估值相对于小公司股票而言变得十分高。到了2000年年初，大盘股的估值相对于小盘股来说达到了从来没有过的高度。然而，价格是不可能爬到天上去的。大盘股在峰值之后的5年里表现不如小盘股，而市净率的比较实际上跌到了历史正常水平之下。

运用基本面分析想要精确判断行业和风格到顶、触底的时间，是极其困难的。虽然数据在告诉你某个风格或行业很有吸引力，但是出现逆转可能要到数年之后。当其他人继续在价值高估板块赚钱的时候，要做好你自己的投资组合表现低于市场的准备。最终，你的估值有可能是正确的。但要想用这种主动投资方法来赚钱，你必须要有坚定的信念和坚韧的耐心。

## 动能投资

动能投资策略的最佳解释是，牛顿第一运动定律：除非被迫发生变化，物体总是静态恒静，动态恒动。对于动能投资者来说，这一趋势是你的朋友。当某行业出现高于平均水平的销售和收益增长率时，该趋势往往会持续下去。

动能投资是一种价格时机策略。动能投资者等待的是利好收益消息支持下的，已经成型的价格攀升趋势。利好收益动能出现在行业增长加速，胜过了华尔街分析师预测水平的时候。

衡量相对价格动能的一个办法是，根据价格收益给每个行业评分。如果使用100分的市场基准线，高于100分说明该行业的价格动能较大，低于100分说明价格动能低于平均水平。

图19.4显示了电信服务业的12个月相对高分115。这一得分说明，电信服务业的表现在截至2007年6月的12个月期间超过了市场。作为一种技术指标，200日移动平均线也包含在了图中（详见下一节）。电信服务业是Technology Select Sector SPDR（代码：XLK）的一个板块。

价格动能往往在短期（少于12个月）内最强。因此，动能策略要求不断监督ETF价格和频繁的板块轮动。并非罕见的情形是，当价格动能成为交易的主要触发点时，某个行业ETF投资组合每年的换手率会超过100%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



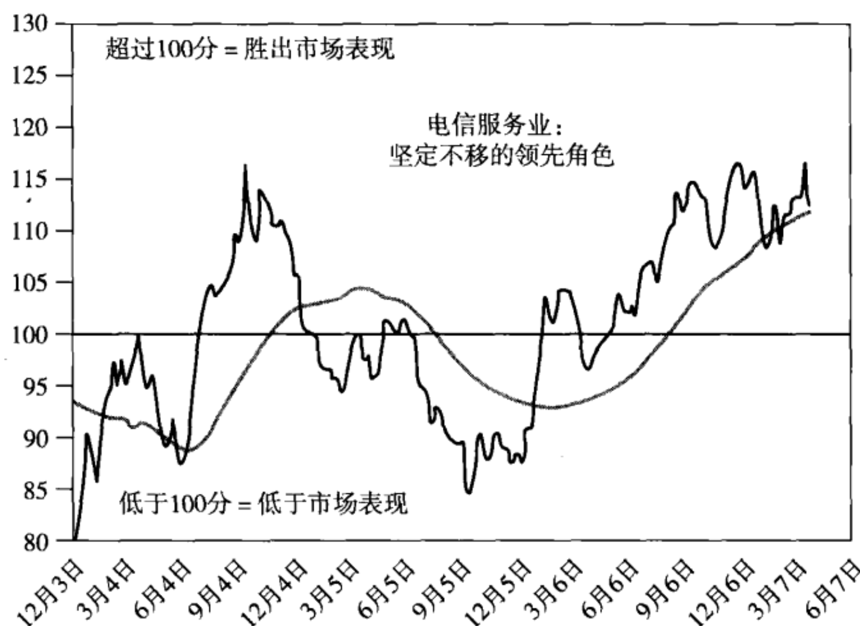



**图 19.4　标准普尔电信服务相对强势**

资料来源：标准普尔公司。

收益动能也是与价格动能一并使用的一种常见投资策略。收益是股票价格背后的关键驱动力，而收益动能一般都能确认价格动能。华尔街的分析师们预测未来行业收益和增长率；然后，将各个板块按照增长率进行排名，从收益率增长最快的板块到增长最慢的板块。当某个行业的收益增长速度高出分析师的预测时，这就是一个很好的信号，说明该行业的股票价格也会继续其上行态势。

动能投资有一个危险，随着更多的投资者涌向某个上升趋势，有可能形成价格的人为推高。当某个行业的收益动能减速，达到了分析师的预测水平或更低时，所有动能投资者都会同时转向出逃。不幸的是，并非所有人都能成功出逃。巨大的抛售额会打压股票价格，造成影响该行业所有股票的下行循环。这时，就会出现短期内的巨大损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 技术分析

技术分析是对股票价格形态的分析，目的是预测未来价格趋势。价格走势图是技术分析的主要工具。一个价格走势图能形象地显示价格在一定时间段的走势。交易量也可以包含在内，以核实一种趋势的力度。

技术分析的最简单用途，是检测某个 ETF 的上行趋势。上行趋势线是穿过上行区间的一条直线，如图 19.5 显示的 Energy Select SPDR（代码：XLE）。趋势线的重要性，随着每次价格纠正的测试而上升。趋势线持续的时间越长，它的意义就越大。中断趋势线是一种异常，是技术投资者的一个卖出信号。

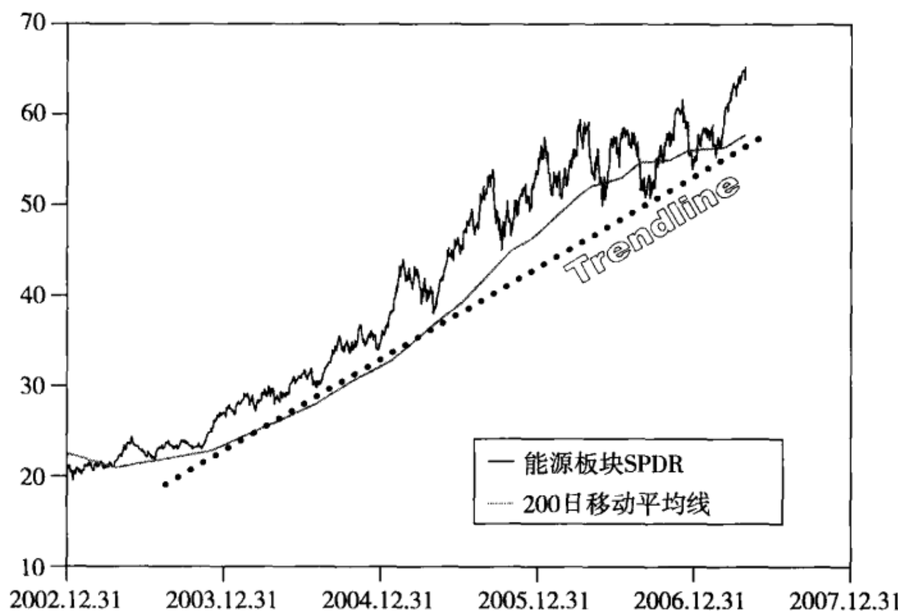



**图 19.5 Energy Select SPDR 价格走势图**

资料来源：美国证券交易所。

许多技术投资者喜欢用移动平均线，来确认某个趋势或某个趋势的中断。例如，200 日移动平均线就是一个热门的技术指标。只要收盘价格位于其 200 日移动平均线之上，该 ETF 就会保留在投资组合中；如果它跌破了 200 日移动平均线，它就会被卖出。图 19.5 显示了 Energy Select SPDR 的 200 日移动平均线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



### *图形的形态*

历史是会重演的，至少，使用技术分析的投资者是这么希望的。对未来价格的预期是在股价走势图形成某种形态的时候进行的。如果这些形态得以保持并且能尽早监测到，你就能赚到利润。其中有些形态表明某个趋势的逆转（反转形态），有些则表明该趋势的延续（整理形态）。

形态有很多种，有时其名称很怪癖，头肩、杯碟、圆底、三角和上升三角、旗形和跳空等，不过是其中一部分怪癖称呼，虽然最古老的形态是艾略特波浪（Elliott Wave）。

拉尔夫·内尔森·艾略特（Ralph Nelson Elliott，1871～1948 年）的职业是会计，他也是敏锐的市场观察家、制图家。艾略特深信，股票市场活动是规范所有人类活动的一个大法则的一部分。他声称，股市走的路线是一种重复的上升加下滑（见图 19.6）。每个推动波都可以划分为一个五波结构（1—2—3—4—5），而纠正波可以划分为一个三波结构（A—B—C）。

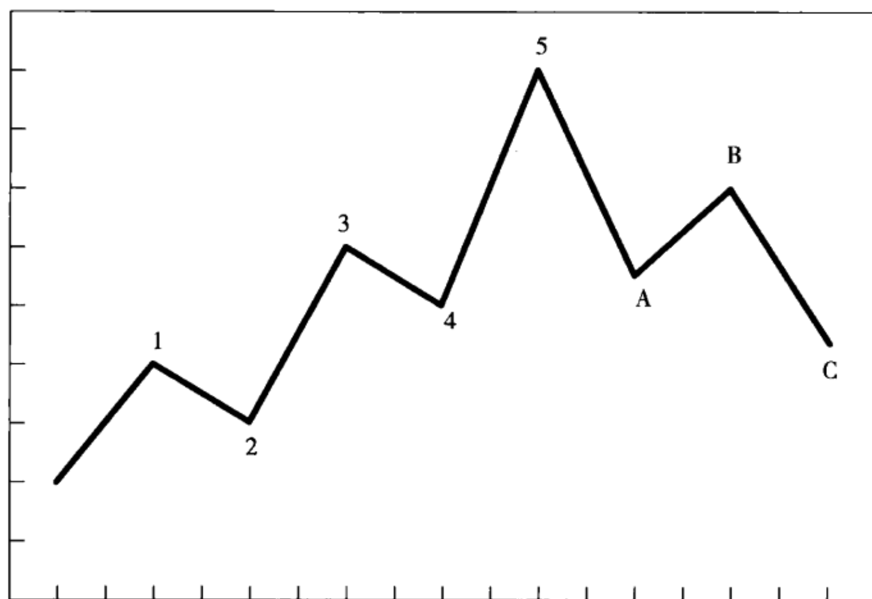



**图 19.6　艾略特波浪理论**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



波浪理论的深度远不止于此。还有碎波，也就是波中波，以及波数计算等等。时至今日，还有些人顽固追随艾略特的波浪理论，坚信波浪形态。

头肩形成时表明证券很可能会朝着先前趋势的相反方向发展。头肩顶一旦成型，是证券价格注定下跌的信号，通常在一个上行趋势的顶峰处形成。第二个版本，即头肩底（也叫反向头肩），是证券价格注定上升的信号，一般在下行趋势期间形成。图 19.7 就是 Financial Select Sector SPDR（代码：XLF）从 2006 年 5 月到 2006 年 9 月期间形成的一个反向头肩形态。

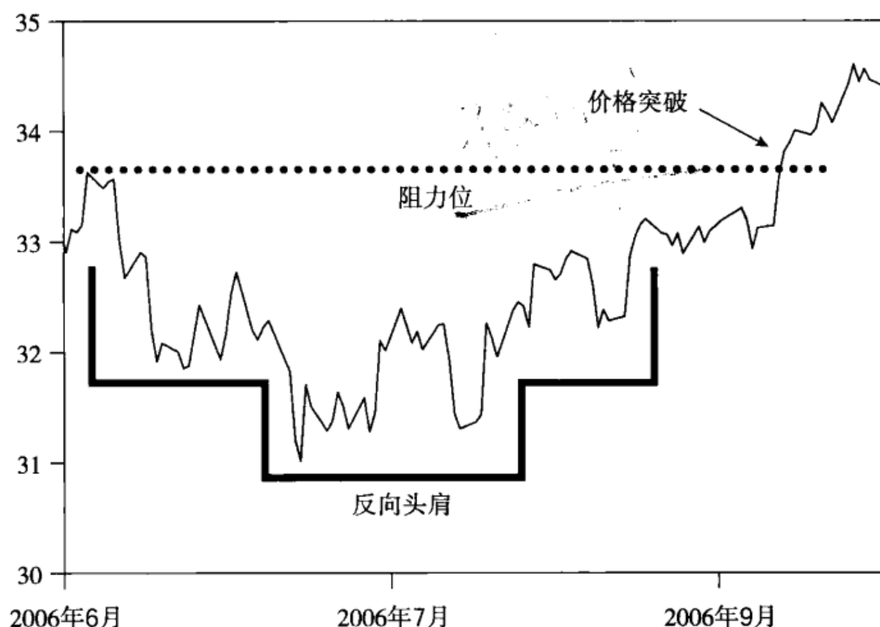



**图 19.7　XLF 反向头肩形态**

## *技术分析批评者*

如果说技术分析具有争议性，那就太轻描淡写了。几乎没有哪个学术大师认为，股票价格的技术分析形态能够反映未来的价格趋势。普林斯顿大学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



教授、经济系主任伯顿·G·马尔基尔（Burton G. Malkiel）在他的经典著述《漫步华尔街》（*A Random Walk Down Wall Street*）中，系统性地将技术分析批驳得体无完肤。马尔基尔表明了，过去价格走势是不能给出有关未来会发生什么的任何有用暗示的。著名价值型投资者沃伦·巴菲特的导师本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）在他的经典著述《做个智慧投资者》（*The Intelligent Investor*）中是这么描述技术分析的：

> 我们在自己的50多年股市经验和观察中，没见过任何一个人通过这种“跟踪市场”方法持续或长久赚到钱。我们毫不犹豫地宣告，这种做法的谬误程度绝不逊色于其受到的追捧。

技术分析对你会奏效吗？在承诺资金之前，要想不看看图形是很困难的。我们都希望相信，图形能够给我们提供一些有关未来的暗示。实事求是地说，谁能知道未来呢？我就从来没有成功过。

## 切记谨慎

主动投资策略能奏效吗？能，所有策略都在有些时候奏效；不能，任何策略都不会在所有时候都奏效。有的时候，你可以指着某个你青睐的主动策略说它奏效了。但是，同样频繁出现的情形是，那种策略没有奏效。

本章讨论的各种策略都只是供大家参考，本书并不支持，也不推荐这些策略。我在自己的投资组合中并不使用主动投资策略，我的公司在我们为客户管理的投资组合中也不使用主动投资策略。

如果你确实相信有哪种主动投资策略能够长期服务于你的利益的话，请不要把你的所有鸡蛋都放在同一个篮子里。核心/探测是使用主动管理策略时的一个更加审慎的方法（参阅第十七章）。核心/探测策略能确保至少你的投资组合的一部分，能够在你努力用其他部分胜过市场的同时，实现扣除小而不言的管理费后的市场收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 小 结

主动投资策略就是要胜过金融市场的收益。这个目标的实现可以是名义上的，也可以是经过风险调整后的结果。理想的话，主动投资组合从名义上和经过风险调整后都胜过市场。这样，你就不会因为牺牲较低的名义收益来换取更高的风险调整收益而造成你的金融目标大打折扣。

用主动投资策略来管理 ETF 投资组合的方法有无限多，本章概述的 4 个基本策略仅仅是其中的很小一部分。基本面分析既是自上而下型，也是自下而上型。动能分析是对价格和收益加速的研究。技术分析研究的是价格形态。

如果你决定用主动投资策略来管理你的投资组合，你就必须做大量的调研，全身心地投入，并且最重要的一点是要有耐心。核心/探测方法也许是最为审慎的策略，因为它能确保多样性。但是即便如此，也是没有保证的。主动投资策略唯一确信无疑的是，成本会高于被动策略。如果你决定要走主动这条路，要做好自己频繁犯错、时常受辱、偶尔获得回报的准备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第二十章

# 特殊投资组合管理

ETF的演变提供了更多的投资机会。ETF 的用途很广，可以用做期权，可以做空，可以对冲，可以与其他证券捆绑在一起。这些特征已经产生了一大批策略，是传统型开放式共同基金所无法轻易实现或可行的。本章将讨论 4 种特殊用途，具体如下：

1. 对冲策略，以减少投资组合在某行业的过度敞口风险。这一做法适合在某行业工作、薪酬中包含该行业受限证券或公司股票期权的人们。

2. 通过配对交易来实施的投机策略，具体为买入你认为价格会上升的某个 ETF，卖出你认为价格会下跌或涨幅没那么大的同等数量的另一个 ETF。其结果是从两者的表现差异中实现小额收益。

3. 用 ETF 和 ETN（交易所交易票据）进行的货币交易，是人们越来越感兴趣的领域。该策略可以为全球旅游者和在国外从事买卖交易的企业对冲货币风险。货币投机商也可能发现 ETF 和 ETN 交易起来更加方便，且比直接购买货币更加经济。

4. 税负交换是提高应税投资组合税后表现的一条简单而有效的途径。如果在你的投资组合中某个 ETF 出现了亏损，很可能有一个类似的基金是你可以交换的。卖出、买入行为会构成税负损失，所产生的亏损可以根据税法规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



定用来抵消未来的资本收益，也可以用来减少一般收入。

以上只是 ETF 的少数几种其他策略，还有很多用法都有可能提高投资组合的收益或对冲其他金融风险。随着 ETF 数量的增长，其广泛用途将会导致多得多的思路和策略。

## ETF 独一无二的特征

ETF 具有一些独特的特征，是大部分开放式共同基金所没有的。这些特征能够导致新的、有趣的交易策略的创建。ETF 可以举债买入或做空，而且很多 ETF 可以与期权配对。下面对这些特征进行简单介绍：

**举债买入**。ETF 可以用保证金来举债买入。保证金是经纪公司用来买入证券的筹借资金。美国证券交易商协会、纽约股票交易所和各个经纪公司，都要求并实施最低账户水平。如果买入证券所产生的利润超过了利息支出和佣金成本，那么保证金投资对于投资者来说就可能有利可图。

**期权**。虽然不是实际意义上的 ETF，但 ETF 期权可以让投资者用极少的前期资本来控制大量的 ETF 份额。然而，期权要使用大量的举债，因而有可能意味着风险的大幅度上升。期权有两种类型：看涨期权和看跌期权。看涨期权赋予投资者在特定时间，以协定价格买入一定数量标的物的权利；看跌期权赋予投资者在特定时间，以协定价格卖出一定数量标的物的权利。期权的价格由其内在价值和投机溢价组成，投机溢价随着期权接近到期日而逐步消失。

**做空**。ETF 可以像个股那样做空。做空就是投资者因为预期某 ETF 的价格会下跌而卖出自己不拥有的借来的份额的行为。如果该 ETF 的确出现了价格下跌，卖空方可以以较低的价格买回，这样就产生了一个利润。你可以买入为你实施做空的 ETF，这种做法避免了额外的经纪公司书面程序，以及你的空头股票被股票所有人赎回的可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 用 ETF 来降低行业风险

很多投资者把行业板块基金当做对冲工具来使用，这些工具对于在某个行业拥有单一集中仓位的投资者来说尤其有用。也许你是某公司的员工，而该公司付给你的一部分薪酬是股票期权或受限股票。也许你拥有一个很大的股票仓位，但是因为税负缘故不愿意卖出。假如你是此类处境的话，用某个行业 ETF 或 ETN 来对冲，就可能降低你的风险了。

对冲某只个股的庞大仓位的一个办法是，围绕该仓位创建一个行业 ETF 投资组合。假如你的流动净值中有 10% 是某只科技股，你是在数年前以低得多的价格买入该股的，此时卖出的话会产生巨大的税负债务。那么，你可以选择不卖出股票，而是创建一个围绕该仓位的非科技类 ETF 投资组合。其结果是，有个密切跟踪股票市场的投资组合，同时保持单一的仓位。

图 20.1 显示的是环绕创建投资组合的举例。我们还是假设持有某只科技股的大量股份，占了投资组合的 10%。美国股票市场有 10 个基本行业（参阅第十二章），根据环绕创建策略，按照除了科技业以外的每个行业的市场权重（采用 2007 年权重比例）买入行业 ETF。由于所持科技个股占了投资组合的 10%，它成了科技行业仓位的一部分。假设科技业是美国整体证券市场的 16%，那么该投资组合的 6% 就配置给了科技业 ETF。

设定了环绕创建投资组合之后，行业权重就可以根据需要进行调整了。此举的一个原因是，如果出现了某个行业板块的损失，可以有机会用卖出集中股票仓位的收益来抵消这些损失。有关税负亏损收益的解释，可见本章的最后一部分内容。

很多人都面临在他们工作的行业里金融风险的过度敞口，股票期权和受限股票常常是工作薪酬的一部分，而这就给个人财富增添了具体的风险。此外，按照薪水、奖金和工作稳定性来衡量的一个人的人力资本，也遭遇了同样的行业风险。对冲行业风险的一个办法就是，做空该行业的 ETF。做空某行业 ETF 有助于规避风险，同时并不违反公司期权和受限股票的限制性交易规定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



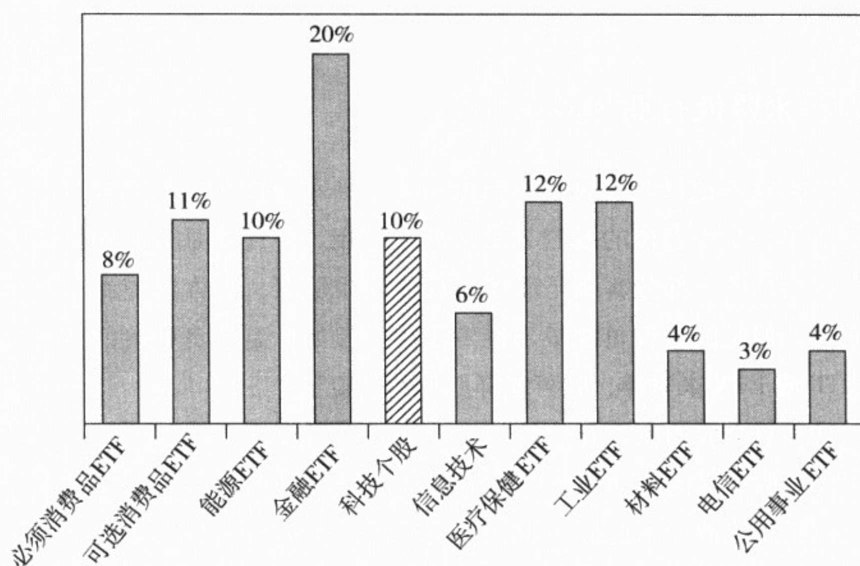



**图 20.1　环绕创建集中仓位**

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

图 20.2 提供了做空某行业仓位 ETF 的一个举例。假设你有流动净值 50 万美元，其中大约有 10 万美元是某个科技公司的受限股票仓位。交易规定禁止你卖出该股，但是你可以卖出含有该股的科技行业 ETF。图 20.2 显示了卖出 10 万美元科技行业 ETF，买入 50 万美元多样化美国整体股票市场 ETF 的情形。该策略不是完美性对冲，但是的确针对科技行业的下跌提供了一些保护。

还有其他办法可以通过 ETF 来降低行业风险敞口。投资者可以不做空 ETF，而是买入某个为你做空该行业的 ETF。ProShares 和 Rydex 有数个做空行业板块的反向行业 ETF。

另一个防御措施是，使用 ETF 的期权。买入该行业的保护性 ETF 看跌期权，就能部分保护行业价格下跌时的投资组合。

最后一点，有些正在推出的 ETF 将具体行业排除在外。比如，First Trust NASDAQ－100 Ex－Tech Sector（代码：QQXT）投资于除了科技股以外的所有纳斯达克 100 股票。投资者可以用某个内嵌科技缺口的基金来对冲个股持仓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



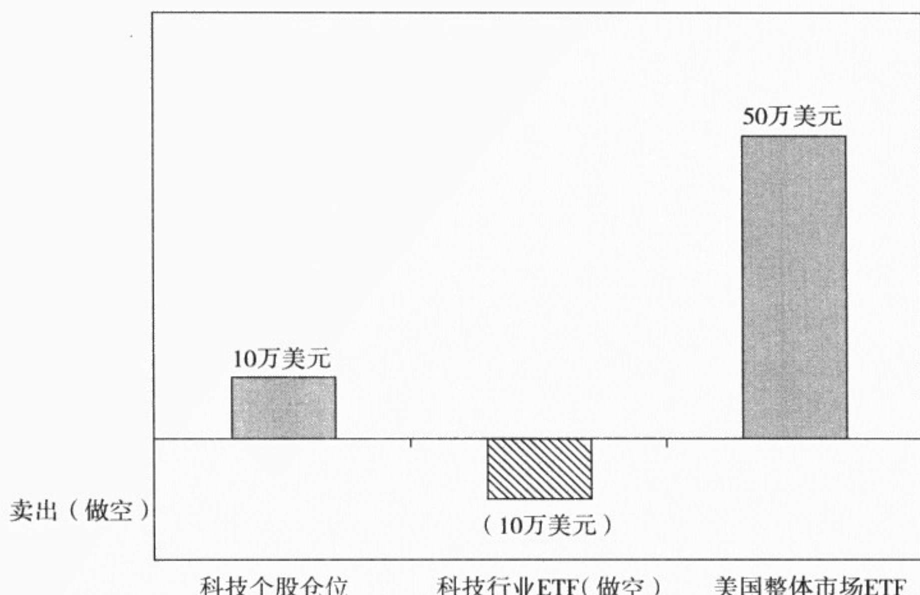



**图 20.2　通过做空行业 ETF 来降低风险**

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

这些策略有些使用中的注意事项，如果你卖空某 ETF，你就必须支付基金派发的红利。如果你买入一份看跌期权来对冲行业风险，你就必须随着期权的到期不断地买入新的看跌期权。这就意味着每次要付出一个投机溢价和佣金，而这些成本会慢慢侵蚀你的利润。

## 配对交易和市场中性策略

由于市场上出现的各种各样的 ETF，配对交易和市场中性策略的实施已经变得容易起来。这两个策略都做空一个或数个 ETF，买入一个或数个其他 ETF，目的是要从总收益的差异中挣钱。

配对交易就是卖空某个类别的 ETF，同时买入等量的另一类别。当你买入的 ETF 的表现超过你卖出的 ETF 时，你就挣了钱。图 20.3 显示了配对交易的两个举例。第一个举例是行业板块轮动方法，第二个举例是债券收益率方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



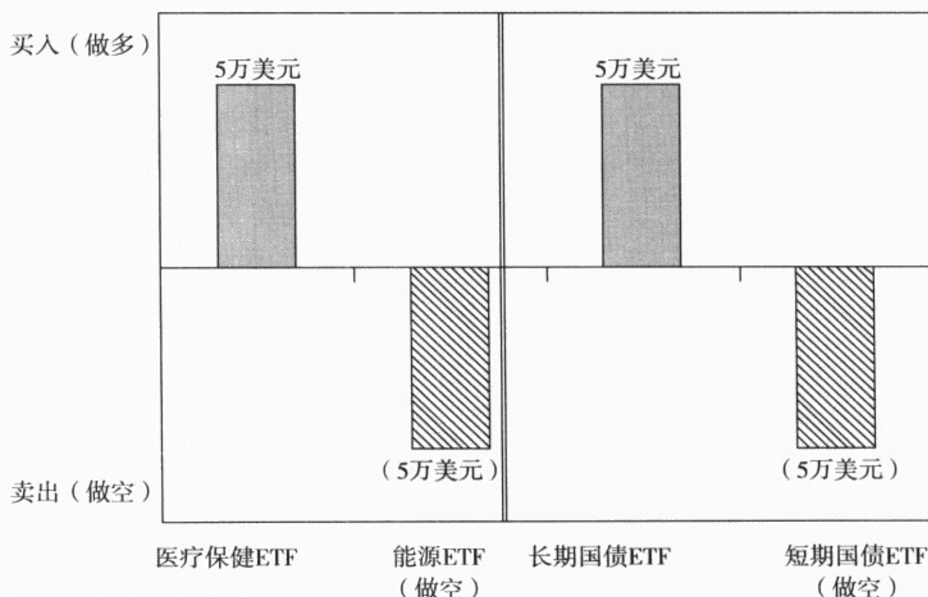



**图 20.3 ETF 配对交易举例**

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

在第一个配对交易举例中，你预期经济正开始下滑。在经济收缩期开始的时候，医疗保健股的表现一般都比能源股好。为了利用这种差异性，你做空一个能源股 ETF，同时买入一个医疗保健股 ETF。如果你的判断正确，你的利润就是这两个 ETF 的总收益之差。

在第二个配对交易举例中，你预期央行会继续提高短期利率，尽管你预期经济会出现下滑。如果你的分析是正确的，长期债券的收益率就会下跌（长期债券价格上升），短期债券的收益率就会上升（短期债券价格下跌）。如果你是对的，投资于长期债券的 ETF 的表现就会超过投资于短期债券的 ETF，而你的利润就是两者的差额。

市场中性策略与配对交易相似，唯一不同的是，卖空的是一个大市 ETF，而不是行业 ETF。在你相信某行业的表现会超出大市的时候，你就会实施该交易。如果你的直觉是对的，你就会赚取跟踪某行业的 ETF 的超额收益与跟踪大市基准指数的某个 ETF 的收益之差。该交易会产生一个市场中性的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



组合，意味着所有股票市场风险都从交易中剔除了。

启动市场中性策略的第二个方法是，做空投资于你认为表现会很差的某行业的ETF，买入跟踪大市基准指数的某个ETF。如果你对行业表现与市场表现差异的看法是正确的，你就能在基准指数的表现超过该行业的时候赚取一个利润。

图20.4是市场中性策略的一个举例。你相信，医疗保健股和科技股与股市其他品种相比价格被低估了。因此，你买入医疗保健ETF和科技ETF，卖出相应数量的美国大市ETF。如果你对这些行业的看法是对的，你就获得了市场与行业收益之差，再减去投资费用。

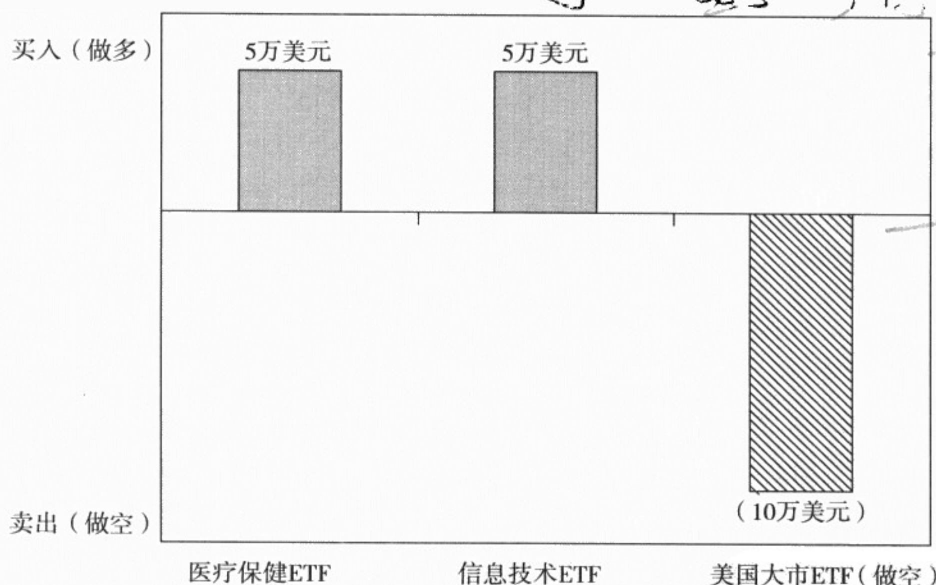



**图20.4　市场中性ETF交易举例**

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

## 货币对冲和投机

用ETF来实施货币交易是个逐渐热门的领域。用ETF和ETN来对冲货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



币，可以为全球旅游者和在国外经商的公司降低金融风险。由于ETF和ETN交易的灵活性，个人投资者的投机行为已经变得更加容易。证券是根据所持货币来支付货币市场利率的，同时对冲美元的下跌。

你是否正在计划到国外旅行，并且希望对冲你为此存下的美元呢？也许你正在为意大利的一套别墅存钱？用一小笔年费的代价，你就可以锁定你将用于这种安排的货币的价值，并且获得你的资金按照该地区盛行的利率所赚取的利息。在你动身旅行之前或完成你的别墅交易之前，你只需要卖出ETF或ETN，取出美元。

你的本性是不是一个投机者？你有没有欧元兑日元会贬值的直觉？如果答案是肯定的，那就做空一个欧元基金，买入一个日元基金。如果你是对的，这两个基金的总收益差就进了你的腰包，当然要再减去佣金成本。

## 税负亏损收益

税负亏损收益是一种常见的避税方法，可以用于应税账户的ETF管理。其理念是，卖出赔钱的ETF，用亏损来抵消赚钱交易所产生的应税收益。如果做得成功的话，税负亏损收益就会提高投资者的税后收益。

该策略的一个障碍是，洗售规则。如果你卖出一个基金并在30天内将它赎回的话，美国国税局不允许你使用税负亏损策略。这里的“它”的定义不仅是指你刚刚卖掉的同一种证券，而是还包括“实质上相同”的任何品种。

幸运的是，品种繁多的ETF已经为投资者提供了，与你卖出的投资产品有可能相似但并非实质上相同的许多选择。洗售规则不允许投资者在立刻赎回相同ETF时获得税负亏损收益，但是通过把亏损收益重新配置到一个类似的ETF，你就可以规避洗售规则。这样，投资者就可以获取税负亏损收益，同时仍然保持市场敞口风险。

假设你在2003年12月的时候，用应税账户买入了价值1万美元的安硕罗素3000 ETF（代码：IWV）。IWV试图实现罗素3000指数的表现——这是一个市值加权指数，包含大约3 000只美国最大的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于后来 12 个月的股价下跌，你的 IWV 仓位的市值缩小到了 8 000 美元。结果，你卖掉了 IWV，买入了价值 8 000 美元的先锋美国整体市场 ETF（代码：VTI）。该 ETF 是以摩根士丹利国际资本美国大市基准指数为基准的，而这一指数代表着大约 3 500 只美国最大的股票。该交易发生了 2 000 美元的税负亏损，同时保持了你在股票市场的仓位。

IWV 和 VTI 多年来的表现彼此很接近，但是两者都是由相互毫无关系的基金公司管理，跟踪的是两个截然不同的指数。因此，两个基金并非实质上相同。这就是说，你可以实现 IWV 的 2 000 美元税负亏损收益，同时立刻将收益投资于 VTI，而无须担心是否受制于美国国税局的洗售税。

图 20.5 显示了从 2001 年 12 月到 2003 年 12 月，IWV 相对于 VTI 的表现。你可以看到，在 2002 年年末前后调换基金会产生几乎相同的表现。然而，你还有 2 000 美元的税负亏损，可以用来冲抵其他投资的收益，或用来冲抵高达 3 000 美元的一般所得税。

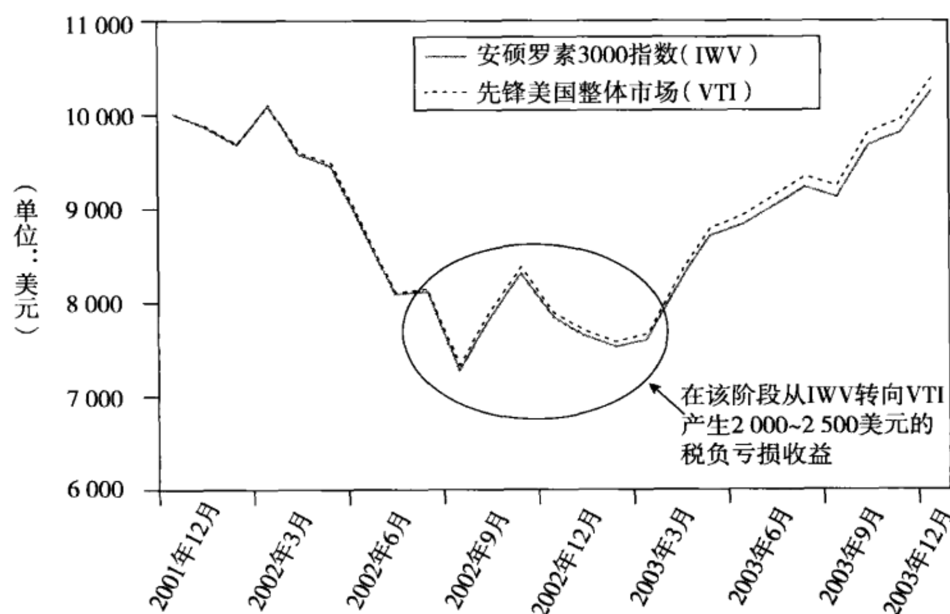



**图 20.5 ETF 税负互换举例**

资料来源：Portfolio Solutions，LLC.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



税负互换策略能为高收入投资者产生真正效益，它能提高税后投资组合的表现。假设你属于35%的联邦税率等级，如果2 000美元的IWV税负亏损用来冲抵2 000美元的一般收入的话，你就节省了700美元的联邦所得税。这相当于1万美元投资的7%的收益。不错，你在卖出VTI并额外赚取2 000美元的时候，需要支付资本利得税，但是资本利得税的税率是15%，不是35%。你只需要把节省的700美元税款中的300美元还回去，净结果是400美元的永久性储蓄。多亏了美国联邦政府，你等于用1万美元投资获得了4%的免税收益。

在使用税负互换策略之前，你要咨询你的税务顾问。税法的变化很快，而你的税务顾问会及时掌握税法限制问题。

## 未来ETF策略

你是否正在犹豫要不要买房，但又担心你所在的地区房地产价格上升到你的承受能力范围之外？你是不是准备卖掉一处房产，希望能对冲下跌的房价？不久你也许就能够买入（或者买空）住宅ETF，用来对冲你所在地区的房屋的买入（或卖出）。截至撰写本书的时候，美国市场上还没有住宅ETF，但是，它最终会成为刚刚起步的生机盎然的ETF行业的一部分。

## 小　结

正在演变中的ETF市场，已经导致了大量新颖而有趣的投资组合管理策略的面市。ETF交易的灵活性和ETF期权产品，已经使得曾经属于大型机构投资者专有的精深复杂的策略，走到了普通大众的身边。

本章提到了许多策略，都只触及皮毛。对冲策略可以为某行业风险敞口过大的人们降低风险；使用配对交易的投机者可以买入一个行业ETF，做空另一个ETF；全球旅游者和在国外从事买卖交易的企业，可以对冲自己的货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



币风险；而税负互换策略是提高应税投资组合税后表现的一个简单有效的途径。

伴随着每一种新策略的出现，都会有投资风险。在使用这些复杂思路之前，要知道自己所掌握的知识和交易技能的局限性。另外，在使用 ETF 税负亏损收益策略之前，审慎的做法是咨询你的税务顾问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第二十一章

# ETF 基金投资技巧

管理你的 ETF 投资组合有可能是一路畅通的过程，也可能是磕磕绊绊的经历。在很大程度上，这要取决于你选择的交易地点和你的交易方式。如果在没有计划的情况下投资于 ETF 市场，很可能会产生更高的成本，因为你不会在买入、卖出基金的时候获得良好的交易执行结果。只要掌握一些交易技巧，你的投资成本就有可能降到最低。

除了自己管理自己的账户以外，还有一个办法是聘请别人帮你管理。你可以去找你所在地区的经纪公司，或者某个收取管理费的注册投资顾问公司（RIA）。有些注册投资顾问公司是根据所管理资产的一定比例收费的，而不是单纯的交易佣金。无论是哪种情况，聘请专业顾问来设计、交易、管理投资组合，对管理自己的账户没有兴趣或者不再有能力管理自己的账户的投资者来说，常常是一种更好的解决方案。

## 挑选托管机构的选择

ETF 是在股票交易所交易的。因此，在美国，ETF 只能通过某个在纳斯达克注册的经纪公司才能购买。你可以聘用一个提供全面服务的经纪公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



比如美林（Merrill Lynch）或美邦（Smith Barney），或者挑选一家折扣性经纪公司，比如嘉信（Charles Schwab）或 TD 美国交易（TD Ameritrade）。每种类型的托管机构都有其优势和劣势。

提供全面服务的经纪公司的好处是，有个全职代表。在你打电话的时候，你总是在跟同一个人对话。该注册代表应该很清楚你的投资目标，能推荐合适的证券品种。全面服务型经纪公司的另一个好处是，能获得调研报告。如果你相信华尔街的股票分析师们能够提供卓越的调研结果和投资建议，那么通过一个全面服务型经纪公司获取一份公司调研报告就十分重要。

与全面服务型经纪公司共事也有一些显著的劣势。首先，佣金成本很高。全面服务型公司收取的佣金率有可能是通过某个折扣性经纪公司执行相同交易时 10 倍，甚至更高。如果你是个活跃的交易者，高佣金成本会很快吃掉你的利润。

选择全面服务型经纪公司的第二个缺点是，业内本身固有的利益冲突。全面服务型经纪公司为很多客户提供服务。它们收取的是在公司设有账户的个人客户支付给它们的管理费和佣金，而公司收取的是通过经纪商网络出售投资产品的产品供应商支付的渠道费和营销费。当某个经纪公司推荐某个投资产品的时候，公司真正代表的是哪个客户呢？这个顾问是牢记你的最大利益，还是向经纪公司支付大笔的钱来推销自己产品的那家公司的最大利益呢？

如果你喜欢掌握自己的 ETF，不需要与某个全面服务型经纪公司的某个注册代表建立一种个人关系，那么折扣性经纪公司就能为你节省大量的交易佣金。这类低成本公司包括嘉信、TD 美国交易、忠诚（Fidelity）、史考特（Scottrade）等一大批公司。许多此类公司都提供独立的 ETF 调研，与全面服务型公司提供的分析十分相似。

折扣性经纪公司的缺点是，缺乏你与公司代表之间的互动。你每次给折扣性公司打电话的时候，都会跟不同的人讨论你的账户问题。

有些折扣性公司如今也为账户较大的客户提供更高水平的服务，这种服务能让你在每次打电话的时候跟同一个人对话。但是，买方要当心。很多时候，个人代表的报酬是他们推销的结果，也许是直接挂钩，也许是通过完成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



销售目标。在这种情况下，全面服务型公司存在的那种利益冲突，同样存在于折扣性经纪公司。如果你有怀疑，就要提出来。根据法律要求，代表是必须披露冲突情形的。

## ETF 交易份额

ETF 的 NAV（实际资产净值）在每天闭市之后公布一次，即日参考价值只是基金对实际 NAV 的估计值。

由于定价滞后和流动性局限性的缘故，ETF 并非总是在等同于日内价值的价位上交易。ETF 的交易价格是由市场决定的。ETF 市场价格和 ETF 日内价值之间的差异一般都很小，虽然有可能而且的确出现过更大差异。如果 ETF 市场价格大于其日内价值，就称做 ETF 溢价交易；如果出现相反情形，就称做 ETF 折价交易。

股票交易所、ETF 公司和签约交易商都会密切跟踪 ETF 价格与日内价值之间的差异。每天在闭市以后，ETF 与其实际 NAV 之间的收盘价差都会通过各个网站提供给公众。ETF 也可以在闭市后进行交易，但是这些闭市后的价格并不是溢价或折价数据的一部分。Morningstar. com 在其 ETF Snapshot 和 Total Returns 网页上列出了历史 ETF 溢价和折价数据。

溢价和折价数据非常有用，能显示出某个 ETF 的 ETF 收盘市价在一天结束时距离其 NAV 有多近、多远。然而，定价时间上的差异可能会造成该数据的虚高或虚低。例如，某个指数里的某只股票可能因为兼并消息的缘故提前停盘，在这种情况下，收盘买价就会反映在 ETF 价格中，却不体现在 NAV 中。再举一个例子，某些股票或 ETF 有可能出现了推迟交易，直到下午 4 点以后才计入交易盘口行情。这些交易的缺乏，有可能会导致 ETF 价格与 NAV 之间的差异不同于实际差异。

ETF 价格与其日内价值之间的差异，在股市刚刚开盘的时候常常比较大，因为市场参与券商在等待着所有股票的开盘。这种较大的差异有可能会持续 30 分钟左右，而接下来所有股票都会开盘，定价也就更加准确了。因为这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



原因，我不建议在美国东部时间上午 10 点之前交易 ETF。在正常市场形势下，到了东部时间上午 10 点的时候，日内价值和 ETF 价格彼此趋于一致。

盘口行情数据在市场波动很大的日子里会被推迟，而这一点可能会加大 ETF 与其日内价值之间的差异。额外差异之所以会出现，是因为庞大的交易量阻碍了有些交易的记录。因此，日内价值有可能是不准确的。

当标的证券的买卖报价差异加大的时候，ETF 的买卖报价差异就会加大。这一情形在市场剧烈波动的日子里也会出现，这时，ETF 与日内价值之间的差异可能会变得很不稳定，而交易者会去寻找其他价格指标。当差异因为波动性的缘故而加大的时候，很多交易者都会转向期货和期权市场，以便帮助自己确定正确的 ETF 价格，而不是推迟的日内价格。

如果你很着急的话，以下是交易 ETF 的 3 点建议：

1. 在东部时间上午 10 点之后，下午 3：30 之前交易。这样，就在差异最大的开盘和收盘前后留出 30 分钟的无交易时间。

2. 在波动性不很大的日子里交易，此时日内价值很稳定。

3. 如果你在波动性很大的时候进行交易，就要去核查一下期货和期权市场，因为此时的 ETF 日内价值很可能不准确。

## 资产位置安排

税负是每个投资者的一种费用，应该予以控制。本书已经讨论过数个使用 ETF 节税的策略，其中包括 ETF 结构中固有的税收效率（第四章）和可以用来管理应税账户的税负亏损收益策略（第二十章）。

本章要讨论的最后一个节税办法是，资产位置安排。第十七章和第十八章详细讨论了资产配置问题，描述了要从不同资产类别中挑选 ETF。资产位置安排就是将这些 ETF 分散到不同投资账户类别的方法，有些投资账户的税收效率高于其他账户。资产配置和资产位置安排可以并举，以实现高于预期的税后收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



应税账户每年都会收到一份1099报表，要申报该账户所产生的应税收入额。优惠税率账户则不会收到1099报表，因为这里没有应税收入。由此推理，税收效率高的ETF最好落在应税账户里，而税收效率低的ETF最好落在延税账户。

### *应税账户*

应税账户要产生年度1099报表，列出美国国税局希望你在年度报税表里申报的所有红利、利息和证券交易收入。应税账户包括但不仅限于个人账户、联合账户、信托账户、企业账户和托管账户。有的时候，某账户的主要受益人可能并不纳税，比如不可撤销的信托账户，但是该账户本身仍然属于应税，可以从税务筹划中获益。

投资组合中股票和债券的总体资产配置，是投资组合表现的最重要决定因素。然而，在应税账户中，第二重要的决定因素是税收效率。如果你能够递延应税收益、减少应税红利和利息收入，那么该账户的税后表现就能提高。通过创建一个税收效率高的投资组合，你就可能少缴税，从而自动增加你的财富。

有几个策略可以减少应税账户的税负。首先，只挑选税收效率高的ETF。证监会规定所有ETF都要申报税后表现和税前表现。此外，美国晨星公司还提供所有ETF的税收效率评级，这也是很有用的信息。晨星公司共同基金报告可以在大部分公共图书馆免费阅读，也可以花个年费从该公司订阅。你可以以很便宜的价格在网上订阅晨星公司的共同基金数据库。

大部分证券ETF的税收效率都很高。证券的换手率很低，而基金内部的套利使得基金经理可以分散低成本的股票（第四章）。由于ETF的赎回和申购规定，基金经理有机会将资本收益转移到赎回最小单位的机构投资者身上，从而在年末的时候剔除大部分ETF的资本收益分配。

应税账户是安排你的证券ETF的一个理想位置。通过ETF管理程序所取得的税收效益，加上波动市场的税负亏损效益，应税账户成了最合适的场所。交易所交易票据因其独特的结构也使应税账户成了有趣的选择（见第四章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不过，要小心 REIT（房地产投资信托）ETF，因为它的课税方式不同于普通证券 ETF。由于 REIT 把很大一部分收益分配给一般收入，因此应税账户不是这种证券的理想所在地。

**应税账户中的债券** 将应税债券 ETF 安排在应税账户的问题永远是个难题，因为这里没有一个万全之策。应税债券包括公司债券、政府债券、房屋抵押贷款和持有这些资产类型的综合基金。

有一个流派的观点是，把税收效益高的证券 ETF 放在应税账户里，把税收效益低的固定收益 ETF 和 REIT ETF 放在优惠税率账户里。虽然对于有些人来说这是一个很聪明的策略，但是对其他人来说可能并不实际。

投资者也可以把应税债券 ETF 放进应税账户的原因有以下 3 个：

1. 投资者在优惠税率账户里可能没有多少钱。因此，从理论上说，证券 ETF 应该进入应税账户。

2. 应税收入低、税率等级很低的投资者，可能会觉得把债券的税后收益放进应税账户也是可以接受的，例如，低于 30% 税率的利息。

3. 投资者可能不具备把投资产品按照账户类型进行分割的心理，这一点可能会导致意外的后果。单独看待应税账户里的证券 ETF 的表现，而不是纵观全局的做法是错误的，因为这样会导致在市场大幅波动的时候作出基于情感的账户决定。

如何处理应税账户的债券问题，最后的办法是计算一下你要为利息收入缴多少税。要想找到答案，你只需要问一问你的合格的税务顾问；第二个办法是找出你最近的纳税申报表。找到你的 1040 报表的第二页上的“应税收入”一栏。如果你赚得的应税收入增加了 1 000 美元，你需要多缴多少税？这一信息可以从你跟报税表一起收到的小册子里找到，也可以从美国国税局网站 www. irs. gov 上找到。

如果你要为你的 1 000 美元利息收入支付不到 300 美元的所得税，那么你的税率等级就是低于 30%。那么，把债券 ETF 放在应税账户上一般是没有问题的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果你需要缴的税是300美元或者更多的话，你的税率等级就是30%或更高，那么把债券ETF放在应税账户的成本就比较高。如果把债券ETF放在优惠税率账户，可能有利于避税。

我的建议是，跟一个合格的税务顾问谈谈。税收问题可能很复杂，而如果没有一个知识丰富的税务专家的帮助，任何一种减税投资策略都不要去尝试。

### *税率优惠账户*

从很多方面说，创建、管理一个税率优惠ETF投资组合，比创建、管理一个应税投资组合更加简单，因为税负问题总是影响着决策。你在选择税率优惠账户里的ETF时更加自由。税率优惠账户包括个人退休账户（Individual Retirement Account，IRA）、罗斯个人退休账户（Roth IRA）、养老金账户和其他证券账户，既不延迟税负，也不完全避税。

把REIT ETF放在非应税账户的配置是个不错的主意。REIT ETF的税收效率很低，因为它必须每年分配应税收入（见第十二章）。如果你把一个投资组合的总值的10%放在REIT ETF里，就应该努力在非应税账户里进行。

在税率优惠账户里管理债券ETF，就能卸除为利息收入每年缴纳所得税的负担。应税债券ETF的品种有很多，你可以选择的范围包括公司债券基金、政府债券基金、房屋抵押代价基金和这些债券类型混合的综合基金。高收益公司债券基金，尤其适合税率优惠账户。

大部分商品和货币ETF的税收效率也很低，投资者必须为商品基金中的期货收益部分缴纳一般所得税。结果是，总体税率高于长期资本收益率。

金银基金也是个不同的税负类型。IRS（美国国税局）把持有金子、金条和银子的基金看成是收藏品基金。收藏品长期实际收益的最高税率是28%，而不是证券交易的15%。

ETN是商品税收规则的一个例外，在你卖出的时候，ETN是按照长期资本收益率来征税的，而不是按照商品期货合约的每年分配额。它是具有税收高效率的唯一商品投资产品类型，可以放在应收账户里。切记：截至目前，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



IRS 还没有质疑 ETN 的税收待遇。但是，这是可能会发生变化的。你要向你的税务顾问咨询最新规则。

选择使用商品和货币产品的投资者，应该在决定将这些投资产品放在什么地方之前细致考虑税收方面的意义。在大部分情况下，这种产品恐怕应该放在税率优惠账户里。

### *资产位置安排的隐性风险*

你是应该在应税账户里放股票 ETF，税率优惠账户里放债券 ETF、REIT 和商品，还是应该在这两个类型的账户里保持同样的平衡呢？这一点取决于投资者，而不是投资产品。

从理论上说，应用资产位置安排策略的做法是可取的。但是，从心理的角度说，却未必如此。把所有证券 ETF 放在应税账户，所有债券和 REIT ETF 放在税率优惠账户，这是有风险的。有些客户会开始进行“账户锁定”。他们会比较这两个账户的表现情况，而不是把两个账户看成是一个完整的投资组合。

应税账户表现与税率优惠账户表现的比较，有可能产生意料之外的结果。进行账户表现比较的人，很难眼看着他们的纯证券 ETF 应税账户在熊市时期一路下滑。这些投资者可能会变得感情化，看不清全局。出现这种情形的时候，投资者会作出非理性的决定：卖出应税账户里的所有证券 ETF。

在低迷市场上感情化地卖出证券 ETF，一般都会导致总体收益的降低、总体投资组合风险的提高。如果你倾向于比较各个投资组合，那么建议你放弃资产位置安排策略，在所有账户都应用相同的资产配置。

税收法规是不断变化的，而这一点有可能会影响你的配置决定。如果你恪守原则，把重点放在整个投资组合，而不是其中的各个组成部分，那么资产位置安排策略有可能是短期内节税的良好途径。请咨询你的税务顾问。

## ETF 再平衡

全球各市场有起有落，不会总是同时或等量地朝着同一个方向发展。你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的投资组合中代表不同资产类别的ETF，会从你买入这些资产后的第二天就开始偏离其最初配置。ETF需要定期再平衡，回到各自的预定目标，以便这种偏离不会过大。再平衡行为同时也会使投资组合风险重新回到你的投资目标的轨道。

至少一年进行一次再平衡的做法是可取的，特别是遇上市场极其动荡的时候。最简单的再平衡方式就是，选定每年的同一个时间进行再平衡。例如，你可以选用一月份的第一个星期，或者你的生日。另一个方法是检查投资组合的配置，看看你的ETF是否偏离目标了某个百分比。例如，当市场力量导致了50%股票、50%债券的投资组合偏离至53%股票、47%债券的投资组合时，上述合理的百分比是5%。

再平衡税率优惠账户是不会产生税收方面的后果的，但是在再平衡应税账户时，这就是一个考虑因素。如果卖出一部分获利的ETF份额，买入更多落价的ETF份额，就会产生应税投资组合的资本收益。

还有另外一些办法可以用来再平衡应税账户，最大程度减少应税事项。请考虑以下5种方法：

1. 不要自动将ETF红利收益再投入。让该收益流入你的现金账户，而不是自动买入更多的ETF份额。现金在你的账户里积累后，你再手工将其投入到需要投入的ETF。

2. 在向应税账户补充新资金的时候，要利用该机会再平衡投资组合。

3. 如果你有一个先前的税负亏损结转，或者可以通过税负亏损收益来冲抵资本收益，那就用那些亏损来冲抵通过溢价卖出ETF份额而产生的收益。

4. 只卖出已经在你的账户里待了一年以上的ETF税负品种。宁可缴纳较低的长期资本收益税率，也不要缴纳较高的短期资本收益税率。如果账户里没有超过一年的份额，那就等到持有一年以后再卖出。

5. 你并不需要在每年的同一天再平衡应税投资组合。如果你没有任何仓位实现了长期收益，那就最好等上一个星期或一个月时间，等到短期资本收益变成长期收益、降低你的纳税额之后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 聘用投资经理

本书已经论述了很多方面，有些人喜欢聘请一个专业投资顾问来设计、实施、管理他们的 ETF 投资组合。如果你太忙，太没有兴趣，太感到困惑，或者没有能力随时跟踪你的投资组合，那么请顾问的做法是理智的。

投资顾问有两种：注册代表和收取管理费的代表。注册代表在经纪公司工作，收取管理费的代表一般都是独立性质。

注册代表（经纪人）受雇于经纪公司。你每次买入、卖出证券，他们就获得一笔佣金。有些经纪公司也提供收取管理费的选择，叫做保管账户，取代佣金。这是没有问题的，只要管理费不超过佣金——采用经纪公司保管账户来管理 ETF 投资组合时，就是这种情形。你可以给你的经纪人 ETF 投资组合交易的决断权，而该经纪人可以为你实施管理。这种做法的缺点是，如果经纪人的报酬是佣金，那么就可能出现不需要交易时进行交易的倾向。

独立投资顾问是按管理费获得报酬的。只要支付一笔标准的年费，他们就会按照你的需求去设计、实施、维护 ETF 投资组合。所收取的管理费一般是依据托管资产的价值。收取管理费的方式，解决了佣金销售方式的利益冲突问题话虽如此，收取管理费的顾问也不是没有利益冲突，有些顾问要收取额外的管理费或 1.5% 来管理 ETF 投资组合。任何一个顾问都无法创造足够的额外价值来弥补额外的管理费。

### *顾问的服务内容*

以下是顾问提供的一部分服务内容：

**1. 帮助制订投资计划**。很多人需要别人帮助他们根据他们的需要来制订投资计划，设计正确的资产配置方案。他们也许已经有了一个轮廓性概念，知道自己的金融方向，但是没有能够制订完整计划的工具或经验。顾问会帮助客户理解他们的需求如何能够通过 ETF 投资来满足，然后设计、实施、管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



理该完整投资计划。

**2. 提供策略的持续性**。人们平均每三年更换一次投资策略［按照美国投资公司协会（Investment Company Institute）共同基金换手率数据的衡量结果］。在20世纪90年代，成长型股票十分火爆，几年以后，投资者转向了价值型股票，然后是国际股票，接着是商品驱动型股票。优秀的顾问不会追逐市场或收益率，管理风格的一致性有助于实现更好的终身效益。

**3. 充当人体断路器**。有时，投资者会在半夜惊醒，因为他们害怕市场会崩盘。出现这种情况的时候，顾问就要随时扮演心理学家的角色。一般来说，这就意味着要抚慰投资者的恐惧心理，劝说他们不要作出感情化的投资决策。

**4. 提供全天候服务**。在你的一生中，你会有一个时期完全没有时间或欲望来处理日常的投资决策，值得信赖的顾问会替你办理投资方面的日常工作，确保你的投资组合维护得当。

作为全美领先低成本顾问公司之一的创始人、首席执行官，我相信优秀的顾问可以制订可行计划，实施该计划，并确保客户坚持在该道路上往前走，从而提供最佳客户服务。顾问的工作不是用一些新奇怪癖的策略拿客户的钱冒险，他们的工作是理解客户的金融目标，并创建一个以合理成本和可控风险满足这些目标的可能性最大的投资产品组合。

## 小　结

你可以用几步走的方式让你的ETF投资组合管理工作变得容易一些，而选择合适的经纪公司是关键。佣金成本十分重要，但优秀经纪公司的最重要的属性是，代表你的人能牢牢记住你的最大利益。

交易ETF的方式和时机有可能会影响你的投资表现。我建议在交易日的中间时段和市场相对平静的时候买入、卖出，这是ETF交易价格最接近其日内价值的时候。

税收策略是ETF投资组合管理的一个重要因素。不同类型的账户面临的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



税负问题各不相同。对于你的证券 ETF 来说，最好的位置安排可能是应税账户，而债券 ETF 的最佳位置是税率优惠账户。咨询一下你的税务顾问，看看资产配置是否对你有利。

除了自己管理账户以外，你还可以聘用专家进行管理。这一点可以通过你进行交易的经纪公司，或通过某个收取管理费的投资顾问来实现。聘请顾问的好处不少，包括心绪安宁，以及投资策略得到执行的保证。合适的顾问会指导你有效并高效地走向你的金融目标，同时确保成本得到控制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 附录 A

# 指数构成方法图缩略语清单

下表给出了本书中用到的指数构成图缩略语及其解释。左列是成份股选择的缩略语和主要方法，右边是成份股权重的缩略语和主要方法。

| 成份股选择缩略语 | 成份股权重缩略语 |
|---|---|
| P A 被动选股/完全复制 | C A 市值权重/总市值加权 |
| P B 被动选股/买入持有 | C C 市值权重/受限市值加权 |
| P S 被动选股/抽样选择 | C F 市值权重/自由流通市值加权 |
| P I 被动选股/单只证券 | C L 市值权重/流动性加权 |
| C P 市值权重/产量加权 | |
| S C 过滤选择/公司事件过滤 | |
| S E 过滤选择/交易所过滤 | F 基本面权重/分红加权 |
| S F 过滤选择/基本面因素过滤 | F E 基本面权重/净利润加权 |
| S M 过滤选择/多因子过滤 | F F 基本面权重/多因子加权 |
| S P 过滤选择/价格趋势过滤 | F M 基本面权重/趋势加权 |
| S S 过滤选择/社会因素过滤 | F P 基本面权重/证券价格加权 |
| S T 过滤选择/主题过滤 | F Q 基本面权重/定性因素加权 |
| | F S 基本面权重/社会因素加权 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| 成份股选择缩略语 | 成份股权重缩略语 |
|---|---|
| Q C 数量选股/技术面模型 | |
| Q E 数量选股/经济周期模型 | X E 固定权重/等权 |
| Q F 数量选股/基本面模型 | X F 固定权重/初始等权后流动 |
| Q M 数量选股/多因子模型 | X L 固定权重/杠杆权重 |
| Q P 数量选股/非公开模型* | X N 固定权重/多空权重 |
| Q Q 数量选股/定性模型 | X M 固定权重/优化等权 |
| Q X 数量选股/趋势模型 | X S 固定权重/负杠杆权重 |

* 非公开模型意味着没有足够的公开信息用于分析这种方法。

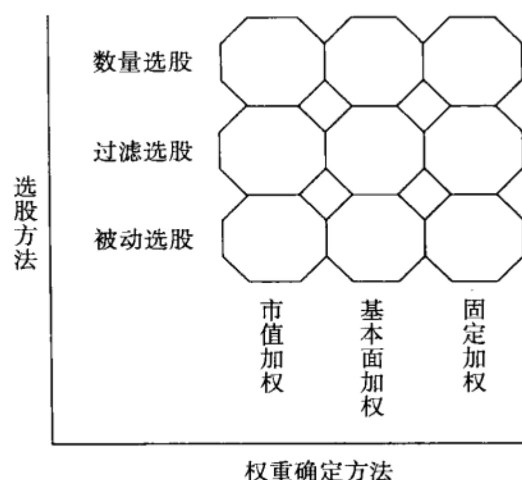



**图 A.1　指数策略盒子**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 附录 B

# ETF 资源列表

## ETF 书籍

*Active Index Investing*by Steven A. Schoenfeld（2004）

*All About Asset Allocation* by Richard Ferri（2005）

*All About Index Funds* by Richard Ferri（2007）

*All About Exchange Traded Funds* by Archie Richards Jr.（2002）

*The Bogleheads' Guide to Investing* by Taylor Larimore，Mel Lindauer，Michael LeBoeuf 和 John C. Bogle（2006）

*ETF investing Around the World* by Canton T. Delfeld（2007）

*ETF Trading Strategies Revealed* by David Vomund 和 Linda Raschke（2006）

*Exchange Traded Funds：An Insider's Guide to Buying the Market* by Jim Wiandt（2001）

*Exchange-Traded Funds for Dummies* by Russell Wild（2006）

*Exchange Traded Funds as an Investment Option* by A. Seddik Meziani（2005）

*Getting Started in Exchange Traded Funds* by Todd Lofton（2007）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



*Investing with Exchange-Traded Funds Made Easy* by Marvin Appel (2006)

*The New Global Investor* by Carlton T. Delfeld (2004)

*New Investment Frontier: A Guide to Exchange Traded Funds for Canadians* by Howard J. Atkinson 和 Donna Green (2006)

*Power Investing with Basket Securities* by Peter Madlem & Larry D. Edwards (2001)

*The Smart Investor's Guide for Investing* by Nachman Bench Ph. D. (2003)

*Someone Will Make Money on Your Funds* by Gary L. Gastineau (2005)

*Understanding Exchange-Traded Funds by* Archie Richards Jr. (2007)

## ETF 网站及互联网资源

### 新闻与研究

theetfbook. com：更新本书内容并链接重要的 ETF 网站。

etfguide. com：一个内容丰富的交易所交易基金数据库，包含了指数策略盒子数据、市场研究、重大新闻以及评论。

etf. stock-encyclopedia. com：ETF 数据库以及指向 ETF 提供商的链接。

etfzone. com：内容丰富的 ETF 数据库、评论以及讨论区。

indexinvestor. com：包含对指数基金投资的深入分析。

indexuniverse. com：包含新闻、信息以及数据。该公司也出版交易所交易及基金报告（Exchange-Traded Funds Report，ETFR）以及指数期刊（Journal of Indexing）。

marketwatch. com：ETF 行业的重要新闻及评论。

morningstar. com：详尽的数据库、研究报告、评论以及讨论区。

seekingalpha. com：ETF 文章、新闻以及投资建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 主要的ETF 产品提供商

bldrsfunds. com：BLDRS 是基于纽约银行 APR 指数建立的系列 ETF。

claymore. com/etfs：Claymore 公司发行了跟踪各种市场的系列 ETF。

dbcfund. db. com：德意志银行是 DB 商品指数基金（AMEX：DBC）的发起人。

ftportfolios. com：首先跟踪细分市场和数量指数的信托类 ETF。

holdrs. com：HOLDR 是由美联银行管理的一组非管理型行业投资组合。

ishares. ca：安硕加拿大 ETF 由巴克莱全球投资管理。

ishares. com：安硕系列 ETF 由巴克莱全球投资管理。

nasdaq. com/oneq：富达公司管理了 ONEQ ETF。

powershares. com：PowerShares 提供了一系列的数量型 ETF。

proshares. com：ProShares 提供杠杆及反向 ETF。

rydexfunds. com：Rydex 公司提供了一系列跟踪关键分支市场的 ETF。从 currencyshares. com 可以进一步了解货币 ETF 的报价。

ssgafunds. com：State Street Global Advisors 管理了多种 ETF 产品。

Vaneck. com：Van Eck Global 发行了少量的 ETF，其中包括 Gold Miners。

vanguard. com：Vanguard ETF 是 Vanguard 开放式基金的一个股份类别。

wisdomtree. com：智慧树提供基本面选股与加权类型的 ETF。

## 主要的市场指数提供商

barclays. com：雷曼在被巴克莱收购前是世界顶尖的固定收益基准指数提供商。

djindexes. com：道琼斯公司进行市场基准指数的开发与管理。

ftse. com：FTSE 公司进行市场基准指数的开发与管理。

indexes. morningstar. com：各种指数反映了不同的股票风格、市值规模以及行业部门。

msci. com：摩根士丹利进行市场基准指数的开发与管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



russell. com：Russell 公司进行市场基准指数的开发与管理。

standardandpoors. com：标准普尔公司进行市场基准指数的开发与管理。

wilshire. com：威尔希尔公司提供了威尔希尔 5000 以及其它多种指数。

## 主要的美国股票交易所

nasdaq. com：纳斯达克交易所提供了一系列的 ETF，包括纳斯达克 100 指数基金、纳斯达克生物科技指数基金以及 BLDR 系列基金。

nyse. com：纽约证券交易所是美国最早的股票交易所，且发行了一系列重要的 ETF。美国证券交易所于 2008 年并入了 NYSE，并且在 2009 年 amex. com 也并入了 nyse. com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




All You Need to Know
About
Exchange-Traded Funds

## | 致 谢 |

本书得以编撰成书，多亏了许多人的支持。我由衷地感谢以下所列各位和我有可能不小心在名单中遗漏的人们所给予的建议、指导和灵感。有些人为本书的成功面市作出了直接贡献，有些人则是通过他们发表的文章著述和我有幸与之进行的、令我大长见识的私人交谈而作出的间接贡献。

我在此特别感谢星晨集团的唐·菲利普斯，感谢他为本书作序。我深深感谢以下各位的帮助（以字母顺序排列）：标准普尔的戴维·布利策（David Blitzer）博士、富尔（Motley Fool）的罗伯特·布罗坎普（Robert Brokamp）、ETFguide. com 的罗恩·德莱格（Ron DeLegge）、标准普尔的斯里克兰特·达什（Srikrant Dash）、Indexuniverse. com 的马特·霍根（Matt Hougan）、巴克莱全球顾问公司（Barclays Global Advisors）的多德·基茨利（Dodd Kittsley）、先锋集团的罗恩·克里斯克（Ron Krisko）、全球趋势投资公司（Global Trends Investments）的汤姆·莱登（Tom Lydon）、克莱莫证券公司（Claymore Securities）的克里斯琴·莫古恩（Christian Mogoon）、花旗金融环球公司（Citigroup Global Markets）的布赖恩·梅吉本（Brian Megibbon）、PowerShares 的理查德·兰克（Richard Ranck）、道富环球投资管理（State Street Global Advisors）的托尼·罗奇（Tony Roache）、投资组合解决方案有限公司（Portfolio Solutions）的斯科特·萨拉斯克（Scott Salaske）、MacroMarkets 的罗伯特·塔尔（Robert Tull）、Indexuniverse. com 的吉姆·瓦恩特（Jim Wiandt）、布拉德·齐格勒（Brad Zigler），当然，还有所有 Bogleheads 的网民。